A Financial History of the United States

美国金融史

第三卷

从衍生品时代到新千年

From the Age of Derivatives into the New Millennium

1970-2001

【美】杰瑞·马克汉姆（Jerry W. Markham）◎著

李　涛　王湑凯◎译





责任编辑：贾 真
封面设计：吴锦明


中国金融出版社
官方微博


中国金融出版社
官方微信


金融青年
微信公众平台

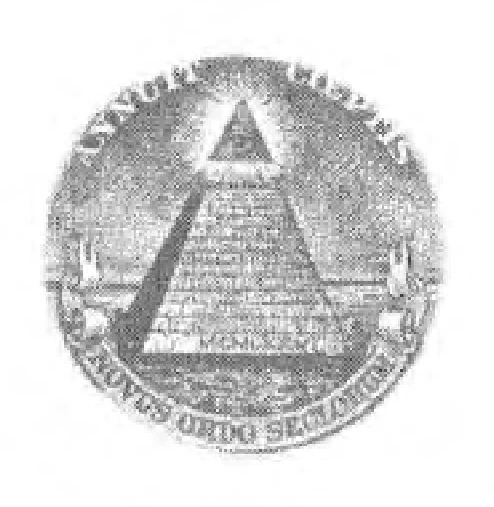


网上书店：www.chinafph.com




ISBN 978-7-5049-9439-4

定价：88.00元



A Financial History of the United States

美国金融史

第三卷

从衍生品时代到新千年

From the Age of Derivatives Into the New Millennium

1970-2001

【美】杰瑞·马克汉姆（Jerry W. Markham）◎著

李 涛 王湑凯◎译





责任编辑：贾　真
责任校对：张志文
责任印制：丁淮宾

图书在版编目（CIP）数据

美国金融史（Meiguo Jinrongshi）. 第三卷/［美］杰瑞·马克汉姆（Jerry W. Markham）著；李涛，王湑凯译. —北京：中国金融出版社，2018. 5
ISBN 978 - 7 - 5049 - 9439 - 4

Ⅰ. ①美…　Ⅱ. ①杰…②李…③王…　Ⅲ. ①金融—经济史—美国　Ⅳ. ①F837. 129

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2018）第 027592 号

出版
发行　中国金融出版社
社址　北京市丰台区益泽路 2 号
市场开发部　（010）63266347，63805472，63439533（传真）
网 上 书 店　http://www. chinafph. com
（010）63286832，63365686（传真）
读者服务部　（010）66070833，62568380
邮编　100071
经销　新华书店
印刷　北京市松源印刷有限公司
尺寸　169 毫米×239 毫米
印张　26. 75
字数　390 千
版次　2018 年 5 月第 1 版
印次　2018 年 5 月第 1 次印刷
定价　88. 00 元
ISBN 978 - 7 - 5049 - 9439 - 4
如出现印装错误本社负责调换　联系电话（010）63263947

致玛西亚，我们一起走过那些年

所有的历史都是一个整体，

任何一个试图从某一点去描述他的人都会觉得

他一开口只会把一张无缝衔接的网撕裂。

——弗雷德里克·麦特兰德

（Frederic Wm. Maitland），1898 年

前言

本卷是《美国金融史》的第三卷，也是最后一卷（首部三卷——译者注）。第一卷跨越了从美洲“大发现”到19世纪末这段时期。第二卷跟踪记述了20世纪前70年里金融体系的增长。而这一卷则主要聚焦于衍生品市场的成长、储贷危机、20世纪80年代的合并狂潮，以及相伴而生的大量内幕交易丑闻和对抗通胀的过程。接着，本卷回顾了20世纪90年代的市场繁荣，以及新千年伊始，在网络经济强力推动下，金融体系的涅槃重生。

致谢

我首先要感谢我的家庭，在过去几年的时间里，我为完成本书而缺席了大量的家庭活动，但他们仍然给予我支持。我还要感谢乔纳森·莫克姆瑞，他是康涅狄格大学的分子与细胞学博士生，是他根据我的研究笔记进行整理录入而最终形成了这本长达几千页文字的书稿。

目录

导 言

20 世纪的最后 30 年或许是美国金融体系创新最快的时期。兼并、收购、衍生品市场的成长、创造新的金融工具和概念，这一系列的变化都让美国得以保持在金融世界的领先地位。在这一时期，构筑我们现代经济的金融工具数量不断增加，复杂性不断提高。抵押担保债券（CMOs）、回购（Repos）、垃圾债券、互换，以及金融期货合约，这些新的名词让行业里所有的人都难以弄懂，不仅仅是行业新人会感到困惑。更让人目瞪口呆的是那些场外交易的衍生品工具，它们往往被冠以各种新颖的名字，像“反向浮动（Inverse floaters）”“爆炸期权（exploding options）”“死亡保单证券（death - backed）”“天堂地狱（heaven - and - hell）”债券和“不确定（期权）（limbos）”，但也正是这些产品在 20 世纪 90 年代给投资者带来巨大的损失。

金融世界持续演变和整合。在 20 世纪末期，银行业的合并活动最为狂热。国民银行和美洲银行的组合以及旅行者集团和花旗银行的合并创造了两个金融怪兽。像银行家信托和德意志银行的合并也表明金融业正变得越来越全球化。全球的金融体系正胶结在一起。拉美、亚洲或俄罗斯爆发金融危机难免也会影响到美国金融市场。认识到这一现实，20 世纪末期美国也不断推动国际货币基金组织成为全球的 911 救援组织，来支持那些经济出现困难的经济体。全球化也带来其他的挑战，我们见证了欧盟设立了统一的中央银行来监管单一货币“欧元”。虽然遇到许多困难，但这一货币还是会给美元的主导地位带来挑战。

在20世纪末期的另一个让人担忧的问题是银行、保险、衍生品和证券的混业经营。虽然1929年股市大崩溃后立法要求分业经营以进行更加严格的管理，但这种业务的混杂仍然不可避免。时至今日，分业监管的体系已经被肢解。而认识到混业趋势不可避免，国会终于在20世纪末撤销了《格拉斯—斯蒂格尔法案》（*Glass - Steagall Act*）。罗斯福新政以来这一法案的颁布将商业银行业和投资银行业分割达65年之久。现在，客户可以从单一机构获得越来越多的不同种类的金融服务。这给金融服务业中机构的成长和监管都带来了深远的影响，会给行业竞争和消费者保护带来一系列新的问题。

当然，互联网也需要我们充分关注。互联网改变了我们生活的方方面面，也改变了金融业。客户们可以在网上购买书和音乐，也可以在线购买股票、完成银行业务。业余的日间交易者与专业人士可以在同一市场里交易谋利。电子交易网络（ECNs）给股票交易所带来威胁。智能卡和其他的各种电子货币发展形成，货币也已经可以通过网络银行来划转。消费者通过电子支付来付款和发薪。他们不再需要支票或者现金就可以买到各种物品，他们也可以在网上获得贷款发放以及获取投资建议。现金、支票甚至银行柜员机可能很快都会过时。

20世纪最后10年里的大牛市也反映了美国金融业的繁荣及其在全球的主导地位。即使这样，市场的反转下跌仍会不时出现，在这一时期也出现了几次小的金融危机，这提醒我们市场不会一直保持繁荣。欺诈持续困扰着金融市场，互联网给犯罪行为带来更多的机会。本卷也会探讨这些存在的问题，当然还有我们金融体系的进步。现在让我们从20世纪70年代以来金融世界面对的挑战开始。

第1章
金融动荡

第1节　利率与其他隐忧

通货膨胀

20 世纪 60 年代出现了美国最长的经济扩张周期，从 1961 年的 2 月一直持续到 1969 年的 12 月。经济增长的同时也带来了较高的物价水平。1963 年开始的通货膨胀使得在那之后的七年内货币贬值近 700%。自 20 世纪 30 年代以来，凯恩斯经济学主导了政府政策，经济学家们秉持着财政政策应该用来控制经济、防止经济衰退的观念。因此国会在 1964 年实行减税以达成“向停滞不前的经济中注入活力”[①] 这一目的。林登·约翰逊总统的“伟大社会”计划以及越南战争带来了额外的通胀压力。事实上，政府开支在 1965 年至 1968 年增长了 60%。这些造成通货膨胀的措施导致了美国联邦储备委员会（以下简称美联储）和约翰逊政府之间的冲突。1965 年 12 月 6 日，美联储将其贴现率从 4% 提高到 4.5% 以抑制通货膨胀。此后，约翰逊总统表示出自己对低利率的诉求。但时任美联储主席的威廉·麦克切斯尼·马丁（William

① Allen J. Matusow, *Nixon's Economy: Booms, Busts, Dollars, and Votes*, p. 13.

McChesney Martin）并未理会总统的想法。马丁随后被传唤到约翰逊在得克萨斯的牧场，其间总统向他施加压力强迫他降息，而马丁仍然表示拒绝甚至向国会表示，国家如同个人一样，“不可以透支自己的繁荣”。在另一个场合，马丁说，他的工作是“在聚会正要开始的时候将酒杯收走。”这一信条使得马丁成为一个不受欢迎的人物。由于其坚守独立的立场，人们称赞他“将美联储转变为美国政府重要的第四支柱。”[①] 然而，在1966年的一场信贷危机后，美联储减弱了限制通货膨胀的努力。相反，美联储开始扩张货币供应，这进一步助长了通货膨胀的上升。

在1965年，约翰逊政府试图将工资和价格结算基准增长率设定为3.2%，这一百分比是他们估计的劳动生产率的增长率，然而这项举措失败了。劳资谈判导致工资大幅上涨，远远超过了这一标准。到1966年时，消费价格水平在一年中出现了超过5%的增长。这是10年来的最高通货膨胀率。1966年，由于利率上升和股市下跌，在经济中出现了“信心危机”，虽然当时失业率处于13年来的最低水平，企业利润和农场收入也均创历史新高[②]。在1967年6月，由于政府在越南战争方面的支出进一步增加，经济增长显得更为强劲。这使得通货膨胀持续增长。1968年，6%的所得税附加费生效，并迅速提高到10%。税收附加费有助于减少预算赤字，但它并没有抑制通货膨胀。

萧条到来

美国经济遭受了1969年12月开始的经济衰退的冲击。此后一直持续到20世纪80年代初，美国处于繁荣与衰退交替出现的局面之中。美联储的Q条例继续维持银行能够支付储户的最高利率。在这种监管下，美联储很难依靠人为压低利率来吸引存款。这导致了银行的资金短缺，难以开展它们的贷款活动。这种短缺导致周期性的信贷紧缩。其中一个例子便是在1966年，当贷款需求超过了银行的可用资金时发生的信贷紧缩。银行转而把联邦基金、商

① William Martin, *The Ecnomist*, p. 73.

② “The Power Brokers, The Plutocrats, The Prognosticators,” *Wall Street Journal*, Februaryl, 2000, p. B14.

业票据和外国贷款人手中的美元（欧洲美元）作为贷款的资金来源。由于利率上升，银行不得不为这些短期资金支付更多的利息，但它们并没有从质量较高的长期贷款中获得额外收入来抵销这些额外的资金成本支出。这一时期在商业银行和储蓄贷款协会（S&L）之间爆发了利率大战，因为它们发现自己与对方竞争相同的存款美元，但这使借贷活动的盈利进一步减少。1966年的利率管制法试图抑制竞争。它首次规定了储蓄机构可为存款支付的利率上限。储蓄机构被允许支付比商业银行稍高的利率。

美联储在1967年3月通过减少银行存款准备金来增加其信贷投放能力。而美联储此前曾要求商业银行在1966年9月限制其企业贷款的规模以缓解通胀压力。限制贷款规模并不是银行所乐于见到的解决方案，而且这个方案也没有制止通货膨胀。基准利率在1969年3月达到7%，高于1966年的6%。短期商业票据利率高达8.375%，而财政部正在发行的七年期票据，利率为6.5%，这“是100年来的最高水平”[①]。1969年4月3日，美联储再度提高了贴现率，并增加银行准备金比率以减缓通货膨胀的螺旋上升趋势。

通货膨胀环境下的金融业

在1968年至1970年，第一国家城市银行（the First National City Bank）的外币存款增加了70亿美元。其存款总额超过120亿美元。在欧洲，欧洲美元市场仍然活跃，并在1965年膨胀到约140亿美元，而且在那之后仍保持快速增长。为迎合这一市场需求，第一国家城市银行在1966年创造出欧洲美元存单（CD）。1968年，摩根担保（Morgan Guaranty）开设了Euroclear清算系统，来为欧洲美元债券买卖提供清算及交收服务。1969年1月，市场利率已经高于美联储法律规定的存单利率上限。这促使欧洲美元更多地被用作贷款资金的来源。第一笔欧洲美元银团贷款是在1969年向伊朗国王贷出的8 000万美元。另外一笔2亿美元的欧洲美元银团贷款是发放给了意大利。1970年欧洲美元债券发行总额达到30亿美元。第一个欧洲美元商业票据是由赫希斯

---

① “What's News,” *Wall Street Journal*, May1, 1969, p. 1.

特银行（Hoechst）在1970年发行的。

美国的公司在1970年5月通过商业票据市场借入了大量的资金。商业票据余额在1968年4月至1970年4月从175亿美元上升至380亿美元。这一增长引起了人们的担忧，当它到期时，银行手头可能没有足够的现金来赎回票据，从而引发流动性危机。这种想法并非无中生有。宾州中央交通运输公司是美国最大的非金融企业。1970年，该公司财务状况遭遇困难，有大量的商业票据无法兑付。为挽救该公司，联邦政府为其贷款提供担保。但这并不是解决问题的方法，该公司最终在1970年6月21日提出破产申请。这是有史以来最大的破产企业。宾州中央交通运输公司违约了超过8 000万美元的商业票据，以及其他各种债务违约。公司当初之所以能以低利率发行大量商业票据是因为它有邓恩和布拉德·斯垂特（Dunn and Bradstreet）公司对其给出的高信用评级。宾州中央交通运输公司发行的商业票据余额一度高达2亿美元。

宾州中央交通运输公司违约对商业票据市场造成巨大冲击。商业票据是无担保的，但其短期的性质以及其发行人的资信水平逐渐使人们形成了这样的观念：商业票据是一种几乎无风险的投资。宾州中央违约这一案例纠正了这种观念，商业票据交易市场规模因此萎缩了约30亿美元。对商业票据市场的另一个打击来自格兰特百货（WT Grand Co.）。它经营的连锁店遍布全国各地，但在1974年出现大面积亏损。当它的经营陷入困境时有超过6亿美元的未偿银行贷款。该公司也无法再发行其商业票据，以获得进一步的融资。银行只能继续提供额外的资金，以保持公司周转，并保护它们的信用地位。这最终导致流动性危机爆发。美联储随之介入这一事件，并通过提高银行对存单支付利率的上限水平来缓解此次危机。美联储向银行贷款10亿美元，从而使得银行可以向那些不能如期兑付商业票据的公司提供流动性。美联储通知银行开放贴现窗口，允许银行进行大量的贷款并提供信贷给那些由于宾州中央危机而不能发行商业票据的公司。

高盛公司由于宾州中央的崩溃，在45起诉讼中被告上法庭。法院认为，该公司在代理并虚假表述宾州中央信誉良好的基础上出售其商业票据是不合

理的。陪审团进一步裁定高盛集团在铁路公司已经资不抵债时仍然销售其商业票据，因此对其罚款300万美元。与此同时另一场危机也很快出现。洛克希德飞机制造公司（Lockheed Aircraft Corporation）是美国最大的工业企业之一，是美国国防部的主要供应商。它在1970年也面临破产的问题。洛克希德由于军用运输机C5A项目20亿美元的成本超支而遭受严重打击。在1971年的通胀问题进一步恶化时，该公司向政府寻求财政援助以挽救它的失败。经过多次激烈辩论后，国会为洛克希德批准了2.5亿美元的贷款担保。这一救助措施存在大量争议，其必要的授权程序在参议院也只是勉强通过。批评者称这是“公司福利”。不过，这项贷款担保最终避免了洛克希德的崩溃，该公司运营终于逐渐恢复并在后来成为航空和国防工业的领先者。

货币市场基金的出现

对银行来说，更大的危机还在酝酿中。在1971年，亨利·布朗（Henry B. R. Brown）和布鲁斯·本特（Bruce R. Bent）为了避免Q条例对银行存款利率上限的限制而开发了货币市场基金。货币市场基金的创建和成功“完全是由于公开市场利率高于存款机构吸收存款可以支付的由”Q条例规定的上限利率的扭曲而导致。[①] 货币市场基金是一种共同基金，它投资于商业票据、国债和可转让存单等短期产品。货币市场基金流动性好，投资者可以很快将他们在货币市场投入的资金赎回。这意味着，小投资者的短期资金也可以获得货币市场利率，而不是把它存在银行里获得很低的利息甚至没有利息。储备基金（Reserve Fund）是第一个货币市场基金。在很短的时间内，它已经积累了超过1亿美元的资产。其他共同基金，包括信诚公司和德莱弗斯公司（Fidelity and Dreyfus），也开始设立自己的货币市场基金。增长最快的货币市场基金是德莱弗斯流动资产基金，它成立于1974年并由霍华德·斯特恩（Howard Stein）一手创建。美林易付资产信托（The Merrill Lynch Ready Assets Trust）是另一种流行的货币市场基金。它开始于1975年，需要5 000美元的

① U. S. Committee on Banking, Currency and Housing, *Financial Institutions and the Nation's Economy (FINE): Discussion of Principles*, 94th Cong., 1st sess., 1975, p. 203.

最低投资。这只基金一年内增长到 400 亿美元规模。1979 年，超过 100 万的美林客户共有 700 亿美元的资金投资于该公司的货币市场账户里。

货币市场基金提供了其他便利条件，例如允许消费者设置工资直接存入他们的账户的服务，并自动支付账单。还有一项特别受欢迎的机制是创立于 1977 年的美林证券的现金管理账户（CMA）。这一机制将客户的证券账户与美林的货币市场基金联系起来，允许用户在信用余额内开出支票。与 20 世纪初时的做法类似，券商可以再次在“受到监控”的前提下持有客户资金，并对这些资金支付利息。从 CMA 账户提款和用其支付可以由一张“借记卡”来实现。这项工具看起来像一个典型的信用卡，但它并没有提供消费信贷。相反，客户的账户中会借记扣除购买支出和提款金额。货币市场账户与投资者证券账户的联动非常便于记录维护。它还允许保证金贷款通过 CMA 账户可以像信用额度那样使用。但同时它也有一些缺点，CMA 账户需要 20 000 美元的最低余额，并且美林还会对这一账户收取 28 美元的年费。

截至 1976 年 6 月，货币市场基金持有 30 亿美元的客户资产。但在 1980 年就很快增加到 800 亿美元规模。而在 1981 年时，货币市场基金已经是美国最受欢迎的投资产品。在 1982 年的 12 月，有超过 2 300 亿美元投资于货币市场基金之中。进入货币市场账户的资金很大程度上来自银行的支票和储蓄账户。这种资金转移，被称为“脱媒”，这意味着资金从存款机构如银行和储贷协会中转移到其他可以支付更高利率的投资项目中。货币市场基金的出现加速了脱媒。银行无法对支票账户支付利息，Q 条例规定的上限也使得定期存款利率低于货币市场基金中相应产品的利率。此外，与投资于银行存单不同的是，从货币市场账户里提前取款并不会带来利息损失。

监管结构一览

1970 年，理查德 · 尼克松总统建立了金融结构和监管委员会，该委员会研究和提出关于银行监管架构的建议。里德 · 亨特（Reed O. Hunt）是该委员会的主席。它主要将目光集中在金融中介机构，其中包括商业银行、储蓄和贷款协会、互助储蓄银行、信用社、人寿保险公司和养老基金。亨特委员

会建议，维持不得对活期存款支付利息的限制，但应取消对资金规模超过100 000美元的账户的存款利率上限的限制。该委员会进一步建议，储贷协会的投资范围应该被允许拓宽，包括可以发放建筑业贷款以及可以将不超过10%的资产比例投资于股票证券。亨特委员会还认为，美国货币监理署应转化为国民银行管理办公室，并作为一个独立的机构分离于财政部之外。[①]

委员会的建议并没有立即生效，但引发了一场持续数年的争论。众议院的银行、货币和住房委员会于 1975 年开始了一项题为金融机构和国民经济（FINE）的研究，旨在为调整银行和其他存款机构的监管提供依据。FINE 的研究宣称“对于支付给储户的利率人为制定上限打击了美国人的存款积极性，歧视小储户，并且没有成功地防止脱媒”。[②] FINE 研究提出要建立联邦存款机构委员会，并且取消 Q 条例中所有对于利率限制的条例以及不得对活期存款支付利息的限制。这些放松的举措在缓慢地逐步实行，而缺乏协调的监管也可能是导致 20 世纪 80 年代金融市场困境的原因。与此同时，消费者选择将他们的流动资金从银行转入货币市场基金，在那里他们可以获得更高的回报率。银行声称，货币市场账户实际上是银行账户，在法律上不应该由一个券商或共同基金提供。科罗拉多国民银行董事会甚至指控美林非法开展银行业务。然而这些反对行动并未收到成效，货币市场基金的增长仍然在继续。

NOW 账户

各银行试图通过“流动账户”（sweep accounts）这一办法来与货币市场工具竞争。该账户内的闲置现金会被自动转移至可投资于那些生息金融工具的账户中。1973 年 5 月 16 日，美联储暂停了对 90 天以上期限的大额存单利率上限的限制。此前，在 1970 年的 6 月，对于期限少于 90 天的存单利率上限也已经被上调。这进一步增强了银行相对于货币市场工具的竞争能力，但小额存单仍然缺乏流动性。这些存单有一定的最短持有期，提前支取则会损失

① U. S. President's Commission on Financial Structure & Regulation, *The Report of the President's Commission on Financial Structure & Regulation.*

② Committee on Banking, Currency and Housing, *Financial Institutions*, p. 7.

利息。1972 年，马萨诸塞州沃斯特尔的消费者储蓄银行（Consumer Savings Bank）创造出了可转让支付命令账户（NOW）。NOW 账户本质上来说是一个支付利息的支票账户，但存款机构有权要求客户在提款之前事先通知银行。NOW 账户相对于货币市场基金有一个较小的优势，那就是 NOW 账户投资者仍然是银行存款人，他们将获得联邦存款保险的保护。相反，由证券投资者保护公司（SIPC）提供保险保护的货币市场投资者只能就因券商破产所造成的损失得到补偿，而投资货币市场基金所造成的损失并不能得到保险的保障。银行在当时的现状下有额外的优势，那就是储户倾向于将他们的资金存放于安全性较高的银行里。不管如何，银行已经失去了在与货币市场基金竞争中的主动地位，而 Q 条例设定的利率上限仍然限制着银行争夺资金的能力。

立法对于让 NOW 账户有效地运作是必要的，因为存款利率上限以及不得对支票账户支付利息的限制使得 NOW 账户不能在大多数州立刻得到施行。银行监管机构在逐渐放松控制，但进程依然缓慢。1973 年，NOW 账户被授权在马萨诸塞州和新罕布什尔州使用，随后是 1976 年在康涅狄格州、缅因州、罗德岛州和佛蒙特州。纽约州直到 1978 年才授权银行开设这样的账户。国会则在 1980 年颁布了货币管制法，放松了对存款机构的限制，允许国民银行开设 NOW 账户，并且允许储贷协会发放消费贷款和发行信用卡。该法案同时取消了 NOW 账户和期限超过 31 天的小额储蓄账户的利率上限。这项立法还进一步规定在未来的 6 年内逐步取消定期存款利率上限。国会更是建立了存款机构放松管制委员会来管理这一利率上限的取消进程。

国会试图通过要求货币市场基金建立储备金制度来限制货币市场基金的扩张。该制度规定必须保留 15% 的现金储备，这部分现金不得投资于货币市场工具。国会通过《1982 年加恩・圣・日耳曼法案》（*Garn – St. Germain Act of* 1982）进一步放松了对于银行的限制。这项立法允许存款机构开设货币市场存款账户，但规定了最小的投资额。然而这一系列措施都杯水车薪，且为时已晚。货币市场基金的地位已经十分牢固，它们似乎赢得了与银行竞争储户的战争，并随着通胀的延续而持续其扩张步伐。

20 世纪 70 年代，商业银行业务与投资银行业务的分离的过程被打断。银

行试图踏足证券业务，尽管此时货币市场基金吸收银行存款并将其转移至券商。银行允许客户从支票账户中直接购买选定列表的股票，购买金额会自动从他们的支票账户中被扣除。这些银行更多地开始扮演投资顾问和资金管理者的角色。到 1975 年时，银行的信托部门管理的资产价值约为 4 000 亿美元。在 1971 年，第一国家城市银行的信托部门负责为 10 000 多个账户管理总额超过 150 亿美元的资产，其中大约一半的资金是来自养老金。总的来说，银行信托部门管理了超过 70% 的私人养老基金。众议院银行委员会的主席莱特·帕特曼（Wright Patman）让他的国会工作人员进行了一项研究，他声称得到了存在新货币垄断的证据。工作人员报告发现银行信托部门通过控制信托基金持有的股票表决权、管理养老基金、参与董事会以及渗透企业管理的其他环节等方式已经集中了惊人的经济权力。

银行业与证券业

银行业想要在它们的贷款业务中逐步引入与证券相关的交易。1971 年，“准股票权益”（Equity Kickers）以权证和其他金融工具的形式被纳入银行贷款之中。这项权益允许银行从借款人的股票价格上涨中获利，以此从该项贷款中获得额外补偿。准股票权益在并购融资活动中十分常见。由于那时银行仍被禁止持有公司股票，于是银行积极寻求其他的激励机制。

证券业对于银行业在证券相关活动中的入侵作出了回击。证券业协会（SIA）和其他行业组织运用《格拉斯—斯蒂格尔法案》[①] 和其他限制银行活动的立法来阻止银行业将业务范围扩张到证券业。SIA 针对银行业与券商的竞争活动起诉银行。其中一个著名的案例是证券业协会起诉美联储主席的案件。最高法院判决，银行信托部门不能向它的企业客户推销商业票据，因为诸如此类的银行活动被《格拉斯—斯蒂格尔法案》所禁止。证券业有时也借助于银行监管部门来遏制银行业的扩张。1973 年大通曼哈顿宣布，将要收购位于爱荷华州的一家消费者金融业务公司——拨号金融公司（Dial Financial Corpo-

---

① *Securities Industry Association v. Board of Governors of Federal Reserve System*, 468 U. S. 137 (1984).

ration）。但美联储没有批准该项收购。

1973年，大通曼哈顿银行将1 500万美元的国债放错了账户，之后大多数都被找回。但是并不总是那么幸运。在1974年10月，其债券交易业务中价值被高估的债券约有3 400万美元。银行业还有其他问题。它们发现自己被夹在政府和它们的一些不体面的客户之间。《银行保密法》是1970年由国会颁布的一项名不副实的法案。虽然它规定银行记录是对外保密的，但同时也规定了金融机构必须将金额超过10 000美元的金融交易报告给美国税务局（IRS）。这实际上是第二次世界大战后类似规定的延伸。银行保密法的设立源于政府监管机构的证词。该机构举证说明秘密的外国银行账户和外国金融机构使得职务犯罪得以增长，并且为在美国进行有组织的犯罪行动提供了财政支持。美国的外国金融机构被美国人用来逃避所得税、非法隐瞒资产、购买黄金、逃避证券法规，以及存放在越南黑市交易取得收益。国会估计已经损失了数以亿计的税收收入。对于逃税和洗钱的秘密账户来说，瑞士是一个十分受欢迎的地方。国会在那之后的几年里通过了更多与洗钱相关的法案，这些法案将会在针对毒品的战争中成为一项有力的武器。银行将会认识到它们在监控客户的银行活动中扮演着义务警察的角色。

消费者保护法规

银行业也不断受到来自消费者群体的反复冲击。拉尔夫·纳德尔——消费行为学家和未来的总统候选人——试图加剧人们对于新的资金信托的担忧，他在1971年开展的一项研究中指出：在美国最大的300家工商企业中，第一国家城市银行在其中的40家企业中有连锁董事，而在这其中又包括了全美最大的十五家保险公司中的六家。纳德尔对于银行的抨击还有其他方面。纳德尔指责虽然在1971年第一国家城市银行的员工超过59%是女性，但银行的高层管理人员却不包括妇女和少数族裔。值得关注的是，未来几年可能会出现一个无形的“玻璃天花板”阻止妇女获得更多的华尔街高层职位。

国会越来越关注银行交易中的消费者保护问题。1968年通过的《真实贷款法案》（*the Truth in Lending Act*）旨在确保银行向消费者披露有实际意义的

信用条款。这项立法建立了一个统一的方法来披露消费者贷款和消费者销售的利率及可能的额外费用。披露这些信息的目的是让消费者能够对成本进行比较，并就一笔信用消费的交易成本提供一个全面的解释。然而这项法案的规定后来被证明是如此的烦琐以至于国会被迫接受《真实贷款简化和改革法案》。国会还制定了《公平信用报告法》，旨在减少广大企业为扩大消费信贷而滥用信用报告的现象。这项立法允许消费者检查它们的文件的内容，并纠正任何不准确之处。1974 年通过的《公平信用账单法案》，为解决消费信贷的账目纠纷提供了一种机制。债权人需要调查计费错误的索赔，并且对实际是否有账目错误向消费者提出建议。在 1977 年通过的《公平收账法》旨在防止在收账过程中出现的各种侵权和违规行为。

《平等信用机会法案》在 1974 年被采纳。它禁止基于性别或婚姻状况的信用歧视，后来扩大到禁止基于种族、宗教和民族起源的歧视。在一个早期的应用《平等信用机会法案》的案例——马卡姆夫妇诉殖民地住房按揭贷款服务公司案中，华盛顿特区联邦上诉法院判定债权人不得对未婚夫妇在延长信用时存在歧视。[①] 这意味着，如果债权人在判断已婚夫妇双方的信用度时综合考虑了双方的收入情况，那么当未婚的两人共同申请贷款时债权人也必须综合他们双方的收入情况来决定是否延长信用期限。1975 年通过的《房屋按揭贷款披露法案》，要求位于大都市区域的存款机构通过分类和地理位置来披露他们的抵押贷款。这项法案是针对“地区歧视”——即银行非法限制或禁止向地图上少数族群聚居区的红线区放贷的行为。1977 年被采纳的《社区再投资法》要求银行满足社区中少数族群的信贷需求。这项立法是在银行拒绝为少数族群社区提供信贷遭到指控之后通过的。该法案在 1989 年得到进一步加强。

《1978 年金融隐私权法案》限制了联邦政府机构获得个人财务记录的权限。如果政府寻求有关个人的账户信息，银行必须通知它们的相应客户。美国证券交易监督委员会（SEC）被发现违反了这一法规，它违规地获得了亨

---

① *Markham v. Colonial Mortgage Service Co. Associates, Inc.*, 605 F. 2d 566 (D. C. Cir. 1979).

特家族的富裕成员在达拉斯、得克萨斯的银行账户信息，该家族当时正因被指控试图操纵白银市场而接受调查。这项立法后来被反洗钱法大大削弱了，反洗钱法限制了当政府监察银行客户时银行告知其客户的能力。在州一级的立法方面，1966 年，美国的全国各州法律统一委员会提出了《统一消费信贷法典》（UCC）。与之相对的提案是《国民消费者法案》。UCC 是由债权人一方推动的，而《国民消费者法案》则是由消费者倡导的。有数个州政府采用了《统一消费信贷法典》。

银行服务更趋向于消费者导向。它们为客户提供了车上服务窗口（drive up windows），甚至室外服务窗口（walk - up windows）。1971 年，第一国家城市银行为客户提供随用随取贷款，客户可以在事先确定的备用信贷额度内随时按需提款。银行允许客户通过"活期账户加（checking plus）"计划透支一定的金额，但要就透支金额向客户收取 12% 的利息。自动工资单存款被用来加快存款人的工资存入银行的过程。

福特汽车公司在 1973 年宣布"福特汽车日常存款购车计划"。根据这一计划，购车人首次可以将最低额 5 美元的资金交给福特经销商，经销商以购车者的名义存入一家银行的储蓄账户并获得利息收入。此后，客户每周向经销商支付一定金额的款项，由经销商将其存入银行账户。当积累到足够的资金后，车就会交付给购买者。福特计划被实践证明是失败的。后来雪佛兰提供了一个替代计划，即分期付款的方式，消费者先期支付汽车价款的一部分就可以提车，之后再分期付完剩余款项。

信用卡

20 世纪 60 年代，美国运通在旅行支票市场占有 80% 的份额。在 20 世纪 60 年代中期，大约有 5 亿美元的美国运通旅行支票在美国发行。平均来说旅行支票兑现期在 30 天以上，这就形成了一笔较大的"在途资金"，美国运通则利用这笔资金进行投资。投资回报是美国运通收入的重要组成部分。1960 年美国运通公司已开始使用磁性墨水作为一种识别机制，以加快其旅行支票的处理。大约有 100 万人持有美国运通卡。美国运通卡于 1966 年开始推出金

卡计划，在1984推出黑卡服务，后者于1985年升级为白金卡服务。这些卡片是为高收入人群设计的，它试图提高持卡人的信誉、并就客户的高信用等级而特别提供升级的服务，但都是一种收费服务。在20世纪60年代，全国性的和地区性的信用卡都很受欢迎，逐渐成为现金和分期付款贷款的替代品。它们也被称为“塑料钱”。信用卡通常设立信用额度上限，通常都不超过5 000美元。主要的信用卡公司有美国运通、大来俱乐部，发行布兰奇卡的希尔顿信用公司。银行也大多发行了自己的信用卡，并允许使用信用卡来分期付款购买商品。1974年，位于内布拉斯加州林肯的联邦储蓄和贷款机构允许客户在杂货店用信用卡进行支付。

美洲卡早期时要求信用卡持有人对未偿还余额支付18%的利息。1967年，美洲银行开始授权其他银行发行美洲卡。三年后，美洲银行的信用卡业务拆分成一个独立的公司——美洲银行卡公司，并且作为合作参与银行来运营管理。1977年，美洲卡更名为威士卡（Visa）。万能支付卡（Master Charge），后来被称为万事达卡，开始于1966并由纽约海洋米德兰银行发行。它与美洲卡竞争而且也授权给其他银行发行。第一国家城市银行在1967年推出了“万能”卡，然而并没有取得成功。银行在购买布兰奇卡一半的股份后被司法部的反垄断部门强制其出售该股份。在第一国家城市银行开始使用万能支付卡即后来的万事达卡。后来该卡改由银特班克公司（Interbank）发行，这是一个源于海洋米德兰银行的银行联盟。信用卡的特许发行方式继续发展。到20世纪90年代中期，威士卡有近4亿张信用卡存量，被1 200万家企业所接受。

银行对于潜在的信用卡用户的竞争日趋白热化。现金返还这一手段经常被用来吸引个人来注册信用卡。在急于扩大信用卡数量的导向下，对于申请人是否符合持有信用卡资格的资质审查往往被银行抛诸脑后。在第一国家城市银行通过电话招揽潜在信用卡客户的营销活动中，目标客户的名字信息大多从电话簿中收集而来。这种方式无法确定持卡人的信用资质合格与否。在1969年，第一国家城市银行针对信用卡客户和其他债务人拖欠的债务提出了超过10 000起诉讼。另一种获取信用卡客户的方法是给他们在邮件中寄一张

卡，即使他们没有提出申请。这种做法带来信用卡的滥用从而招致了许多批评。1970 年纽约州禁止银行向没有申请信用卡的消费者邮寄信用卡。在 1950 年至 1960 年，消费者的信用债务从约 210 亿美元增加到 560 亿美元。到 1971 年，消费信贷额度增加到超过 1 200 亿美元。1970 年 5 月国会议员詹姆斯·阿布扎克在南达科他州十分惊讶地发现他不能在苏福尔斯机场用现金租车；相反，他被要求使用信用卡。他因此向众议院银行和货币委员会提出抗议，认为信用卡正在取代现金成为法定货币。

支票与电汇

尽管信用卡的使用越来越多，但支票的使用仍然处于统治地位。超过 90% 的货币交易是通过支票进行的。纽约清算所仍然处理纽约大量的银行业务清算，而美联储也促进了全国范围内的支票清算。第一国家城市银行使用计算机编码的机器，每分钟可以处理 2 000 ~ 3 000 张支票。然而，清算的整个流程仍然是低效的。个人签写的支票平均必须经过 2.6 家银行清算，并由机器处理 10 次。电子支付的使用持续增长。国家电子资金转账委员会的设立就是为了研究电子支付。1975 年，社会保障局开始允许直接将养老金使用电子支付到银行账户上。这也逐步扩展到其他的政府福利计划上。

国际支付系统使用世界银行间金融电讯（SWIFT）系统进行资金转账。SWIFT 是在 1977 年开始运营的非营利性的组织，其总部设在比利时的布鲁塞尔。它被作为一个金融信息系统来使用，以便利银行间的信息传递。但它并非是付款的生效凭证。20 世纪 90 年代 SWIFT 成长为最大的国际电子转账网络，有将近 100 个国家的银行在使用这一系统，纽约的银行和其代理银行之间使用清算所银行间支付系统（CHIPS）来处理支付清算业务。CHIPS 由纽约清算所协会拥有和运营。1972 年，旧金山联邦储备银行在洛杉矶的分支机构开始使用电子支付系统。这个网络在 1978 年扩展到所有的联邦储备银行。电汇是通过联邦电汇系统（Fedwire）进行，这是一个由美联储为在各联邦储备银行开立储备或清算账户的银行进行实时支付的系统。它被用来转移资金和记录政府机构债和国债的所有权转移。

货币政策和资本市场

1971 年，美联储根据货币供应总量 M1、M2、M3，作为监控货币供应及其对经济影响的指标。M1 是流通中的现金加上商业银行的活期存款金额。M2 是 M1 加上定期存款和储蓄存款，还包括商业银行的大额存单。M3 包括 M2 加上非银行小额储蓄机构的存款。1975 年，美联储增加了更多货币数据，包括 M4、M5。这些指标也被用来分析货币流动性变化。随着通货膨胀的增加，银行“基准”贷款利率在 20 世纪 70 年代初受到攻击。基准利率已成为经济状况的晴雨表，也是利率的基准。政府隔空对银行喊话，希望银行不要跟随经济通胀状况的变化去上调基准利率。政府试图维持低水平的基准利率。于是，基准利率开始失去它的重要性。银行转而使用其他的贷款利率指标。1979 年，伦敦银行间同业拆借利率（Libor）是较为流行的国际利率指标。利率的持续增加也催生了浮动利率贷款，它会定期调整贷款利率以反映利率水平的变化。第一国家城市银行希望降低优惠贷款利率，并使其自由浮动，这样它就不会遭受批评和要求它保持低利率的政治压力。浮息票据于 1974 年被该银行首次使用。

银行逐渐开始进入股权资本市场。1969 年，克拉克道奇公司成为联合弗吉尼亚银行公司发行的 3 000 万美元票面利率 5% 的可转换次级债券的承销商之一。银行合并的数量增加了。这包括大的银行寻求跨境收购，如富国银行和北卡罗来纳银行和信托公司。《1960 年银行合并法案》允许互相竞争的银行在其中一家银行接近倒闭时合并。还有其他情形下会将竞争因素纳入考虑范围。这一法案鼓励了银行合并。

兼并与持股公司

在 1960 年至 1966 年，超过 1 000 家银行合并申请被批准，只有三十四家被银行监管当局否认。这些合并引起人们的担忧，一种新的货币信托模式正在悄然兴起。在 1966 年，国会修改了《银行合并法案》，以进一步限制银行的集中度。政府立法机构开始调查银行并购对行业竞争带来的影响。美国货

币监理署、美国联邦储备委员会（Fed）、联邦存款保险公司（FDIC），与司法部的反垄断部门都有参与调查过程。尽管已经通过立法来约束银行，银行并购仍然在迅速成长。这要部分归功于货币监理署的自由主义理念，它们寻求银行活动范围的扩展。但即使在《1960年银行合并法案》立法之后，司法部仍继续依据《克莱顿和舍曼法案》攻击银行的合并行为。20世纪60年代，司法部对明尼波利斯地区的银行提起民事和刑事诉讼。它们指控：18家商业银行、1家银行持股公司以及明尼苏达清算所合谋操纵利率、贷款条件以及贷款发放与服务的收费。

《1956年银行持股公司法》限制银行持股公司进入非银行业务或购买其他银行。这些活动需要政府批准，但往往被驳回。在这项立法中存在的一个漏洞：该法案不适用于单一银行控股公司。这意味着《国民银行法》的限制——限制国民银行开展非银行业务——不适用于单一银行持股公司结构下的非银行企业。单一银行控股公司也能够出售不受Q条例和D天花板利率监管的商业票据。洛杉矶联合银行是第一家尝试建立单一银行持股公司来规避美联储监管的银行。紧随其后的是北卡罗来纳银行，然后“开始明显形成一种建立这种单一银行控股公司结构的浪潮”[①]。

单一银行控股公司的数量在1966年和1969年间增长了200家以上。而在1966年时就已经创设了超过800个这样的实体。它们持有约三分之一的银行存款总额。大通曼哈顿银行是众多单一银行控股公司中的一家。第一国家城市银行也成立了单一银行持股公司，这是后来的花旗集团。众多大企业收购或成立银行控制公司，包括Montgomery Ward、Baldwin Piano和S&H green-stamps。利斯柯数据处理设备公司甚至试图通过创立单一银行持股公司来收购纽约化学银行。1969年，单一银行控股公司数量开始猛增，这引发了人们的担忧，人们担心这些机构将集中和控制该国经济的大部分资源，而不同于其他的银行，这些银行控股公司的行为在很大程度上游离于监管网以外。

政府首先借助《反垄断法》来遏制银行和非银行业务的合并。例如在

① John Donald Wilson, *The Chase: The Chase Manhattan Bank, N. A.*, 1945 - 1985, p. 187.

1969 年，花旗集团收购楚布公司（一家大型保险公司）的申请受到司法部的阻挠。国会随后介入了关于单一银行持股公司的辩论，并通过了《1970 年银行控股公司法修正案》，将单一银行控股公司纳入《1956 年银行控股公司法案》的监管范畴之中。这项立法是为了确保单一银行控股公司不会削弱商业银行不得从事其他非银行经营活动的法规限制。美联储负责决定单一银行控股公司的哪些活动“与银行业或与管理或控制银行紧密联系，从而应该被确认为”银行，接受监管。1970 年立法后，在监管工作上仍有几个漏洞。判断关联银行控股公司的行为标准被表述为“与银行业密切相关的活动”，这为司法解释提供了极大的灵活性和空间。这项立法，在任何情况下，都未能阻止银行控制公司的全面增长。到 1975 年，已经约有 1 700 家银行控股公司控制了 4 700 家商业银行。

信用合作社

信用合作社是 20 世纪 70 年代中期金融体系中快速增长的一部分，这一时期有超过 23 000 家信用合作社营业。美国国家信用合作社管理局于 1970 年成立，负责发牌和监管联邦信用合作社。此前，农业信贷管理局负责监管，后来监管工作移归联邦监管机构又到卫生教育和社会福利部。之后全国性的信用合作社保险基金成立，其宗旨是保护联邦信用合作社的存款，而州政府继续监管本州内由它们发牌的信用社。1972 年，信用合作社持有的资产超过 210 亿美元，但这个数字与储贷协会中超过 1 700 亿美元的存款相比就相形见绌了。到 1977 年，储贷协会的总资产超过 4 500 亿美元。美国几个州在 20 世纪 70 年代开始授权允许储蓄银行开办支票账户。

商业银行与房地产投资信托基金

1946 年至 1972 年，商业银行的美元存款从 1 400 亿美元增长至 5 400 亿美元，但是在总共 14 000 多家银行中仅有约 200 家银行受到 FDIC 保险保护。1972 年约 10 000 家商业银行只有一个办公地点。即便如此，自 1960 年以来，设有分支机构的银行数量翻了一番。银行分支机构的数目在 1950 年至 1970

年增加了约 15 000 家。到 1975 年，银行业经营着超过 30 000 家分行。1976 年，佛罗里达州修改了其法律，允许设立分支机构，巴内特银行很快便成为一个在佛罗里达州拥有众多分行的大型机构。1976 年，纽约银行得到了在全国范围内开设分支行的许可。纽约州允许控股公司在全州范围内拥有银行网点，并且扩大了纽约银行在毗邻地区开设分支机构的能力。纽约州还降低了保护本地银行不被其他银行分支机构覆盖的城镇规模要求。

20 世纪 70 年代，大通曼哈顿银行仅在纽约大都会区就有 250 家分支机构。它在全国范围内都建立了贷款审批处。这些审批处不接受存款，所以不必像分行一样接受监管。其他银行业利用了这一漏洞。花旗集团在 35 个州有 280 间非银行网点，在纽约州有 300 家分支行以及国外也设有 650 间办公室。美洲银行集团在加利福尼亚州有 1 000 家分支行，在 32 个州有 336 间非银行办公室，在国外则设有 110 间办公室。对银行业开放的另一个领域是房地产投资信托基金（以下简称房托基金），它被用来为办公楼、商业中心和其他商业项目提供融资。房托基金在 1969 年到 1973 年增长尤其迅速，到 1974 年资产规模已经约 200 亿美元。商业银行向房托基金提供贷款。1974 年第二季度，房托基金从银行获得的贷款余额达到 96 亿美元。第一国家城市银行和第一芝加哥银行各自都有约 7. 5 亿美元的贷款。大通曼哈顿在 1970 年成为第一家拥有自己的房托基金的银行。大通曼哈顿房屋贷款和不动产信托持有约 10 亿美元资产。还有其他几家银行业设立了自己的房托基金。

在 20 世纪 60 年代一本广受投资者欢迎的书，名为《如何利用业余时间让我的 1 000 美元变为百万房产》，作者为威廉姆·尼克尔森。伴随着利率的上升，房地产价格开始下降。这导致了房托基金的收益和资产价值急剧下降。1973 年 12 月，发生了一次房托基金的危机。沃特尔·库索布是一个棕榈滩的开发商，他拖欠了数家房托基金的贷款随后申请破产。这家公司破产之后的 1974 年和 1975 年，建筑和房地产市场经历了长期的衰退。地产行业的衰退对银行造成了不利影响。大多数的房托基金使用银行贷款来支撑建设和开发，这种借贷杠杆被人们认为是不动产投资风险最大的领域。1975 年，房托基金的资产价值下降了约 80%。房地产投资信托的资产估值从 1974 年的4 200亿

美元大跌至 1978 年的 140 亿美元。一些房托基金的贷款被违约。大通曼哈顿的房托基金遭受了巨大的损失，其房地产贷款损失超过 1.6 亿美元，因贷款违约罚没了大量房产，它最终不得不作为一个大的地产运营商来管理这些房产。第一国家城市银行也注销了大约 10% 对房托基金组合的贷款。银行家信托公司也因为房托基金的下跌而遭到重创。银行还感受到了房地产低迷带来的其他影响。贝弗利山庄银行公司由于其一个房地产大额借款人无法偿还其贷款而不得不违约到期商业票据。这导致了这家银行的大量客户提取存款，最终资产规模严重缩水。

银行业的问题

1970 年，大约发生了 250 起银行欺诈案，累计造成银行 3 270 万美元的损失，其中 1 260 万美元的损失来源是盗窃抢劫。休斯敦夏普斯城州立银行在 1971 年倒闭。原因之一是该银行发放的贷款被用于购买由银行高管弗兰克 · 夏普实际控制的人寿保险公司的股票，此外还有其他一些损失。1972 年，新泽西州伊顿镇的国民银行是旗下一名员工诈骗案的受害者，该员工使用银行的大约 1 000 万美元的资金来交易 2 亿美元的证券，他一直在开假支票用以支付保证金贷款。四个股票经纪人以及银行高管被指控参与此违规操作。经纪人曾经接受银行发放的个人贷款。

其他银行也有困难。一家小型的少数族裔拥有的机构——波士顿联合银行，不得不在 1971 年接受美国联邦存款保险公司救助。尽管这家银行在那次救援后的几年仍能经营，但最终还是倒闭了。另一家银行，得到了美国联邦存款保险公司救助的底特律联邦银行，资产规模约 15 亿美元，是第四十七大银行，也在 1972 年发生危机。美国联邦存款保险公司一直担忧密歇根州以唐纳德 · 帕森斯银行为首的多家银行可能在全州范围内引发危机——并最终需要救助。虽然联邦银行挺过了难关，但它在 20 世纪 90 年代再次进入困境。1973 年 12 月，有近 10 亿美元存款的美国圣地亚哥国民银行倒闭了，这是美国历史上最大规模的银行倒闭案之一。另一家遇到麻烦的银行是北卡罗来纳国民银行（NCNB）。该银行无法再出售其商业票据融资，不得不从第一国家

城市银行获得2 500万美元的信贷额度以保证流动性。经此磨难后NCNB存活了下来并逐渐壮大。1975年，NCNB在7个州有122间非银行办公室，在北卡罗来纳设立了超过160家分支行。

富兰克林国民银行

一个更大的麻烦在富兰克林国民银行逐渐发酵，这是一家在长岛迅速扩张的区域性银行。传言中米歇尔·森多纳与有组织的犯罪有联系，而正是他购买了富兰克林纽约公司的控股权，这是一家银行的持股公司。该银行寻求快速扩张，并且通过大额存单发行、联邦基金、欧洲美元和银行间借款来筹措资金。该银行的激进扩张很快使它成为美国第二十大银行。由于急于扩大规模，富兰克林国民银行发放了大量的不良贷款，而在外汇市场上的投机操作让其遭受了更大的损失。1974年5月10日，SEC暂停富兰克林国民银行股票的交易。在1974年的第一个月，该银行已经亏损了超过6 000万美元。其中大约4 700万美元的数额是由于外汇交易造成的损失。银行的困境引发了储户的挤兑。在不到四天的时间里，大约有8亿美元被从银行取出。美国货币监理署之后说服纽约清算所银行设立了6亿美元的专项贷款以支持富兰克林国民银行。后来该银行向联邦政府又借了17亿美元。

富兰克林国民银行的资金大量来自外国或者由外国人提供，而且这些存款不受到存款保险的保障。FDIC和美国联邦储备委员会不得不保持富兰克林国民银行生存足够长的时间让这些储户提款。换句话说向没有保险的存款人提供必要额度的非正式保险。然而FDIC和美联储认为这导致了富兰克林国民银行更大的损失。森多纳逃到瑞士，但后来被逮捕，以诈骗为罪名审判定罪。他于1986年在意大利的监狱自杀。富兰克林国民银行出售给European American Banking Corporation——一个外资银行财团，富兰克林国民银行的消亡是当时美国历史上最大规模的银行倒闭案例。

赫斯塔特银行

德国赫斯塔特银行在1974年引发了支付系统的危机。该机构始于1727

年，其前身是约翰·大卫·赫斯塔特在德国科隆创办的一个丝绸贸易公司。1974年6月28日，赫斯塔特在结算超过6亿美元的外汇时未能履约。赫斯塔特遭受了大约2亿美元的损失，外汇投机成为赫斯塔特银行倒闭的直接原因。该银行破产清算时大约有8.4亿美元负债和3.8亿美元的资产。赫斯塔特银行和富兰克林国民银行的倒闭都是在中间业务环节发生的问题。这引起了人们的广泛担忧，而这也预示着一场毁灭性的银行危机可能正在进程中。银行拒绝继续使用CHIPS系统付款，因为它们担心如果其他银行倒闭可能会导致它们汇出但无法收回资金。赫斯塔特银行的倒闭也引起了人们对于暴露在美国的外汇敞口头寸问题的关注。问题的关键在于他们是否能与德国的银行机构之间进行轧差清算。赫斯塔特银行在德国倒闭后已停止向美国银行的支付，但是（由于时差的原因），美国方面的交易银行已经在赫斯塔特银行倒闭前一天对外进行了支付。大通曼哈顿银行在得知赫斯塔特银行倒闭的消息后，冻结了赫斯塔特银行的账户。在破产清算程序中，赫斯塔特银行债务人开始要求与其他债权人共享银行账户中超过1.5亿美元的冻结资金。这使CHIPS系统进入锁死的僵局，所有银行都在等待对方支付。最后，第一国家城市银行恢复使用CHIPS系统进行支付，这导致了其他银行也恢复了它们的支付。如果第一国家城市银行没有首先推动支付运转，银行系统可能就完全崩溃了。

为了防止未来的赫斯塔特式的问题，CHIPS系统切换为当日结算。然而七年之后该系统才完全实现这一操作。与此同时，1975年，10个国家的中央银行合作形成了对银行监管的巴塞尔委员会。这被认为是银行和监管部门从国家间层面合作以防止赫斯塔特式危机再度发生的步骤之一。巴塞尔委员会制定了一项国际银行监管协议，并详细说明了处理此类问题的一些步骤。然而，巴塞尔委员会的最重要的贡献，只有在未来的银行危机中才能体现出来。

第2节 佣金与丑闻

道琼斯工业平均指数在1968年底达到985点，并在1969年攀升至1 000

点以上。但随后就开始下降。在1969年初至1970年的5月，随着交易量的下降，纽约证券交易所上市的股票市值下跌了约50%。美国经济陷入衰退，而纽约证券交易所的每日成交量也从上年的1 500万股下降到1 200万股。市场的发展给了华尔街后台部门更多的时间去完善它们的各项文书工作，这是一个好消息。但下降的交易数量减少了经纪交易商的佣金收入。许多公司仍然处在后台处理能力危机的恢复期中，并投入了大量精力来升级它们的后台部门。佣金收入的下降和间接费用的增加，挤压了经纪交易商的利润。

市场震荡

美联储曾经试图通过将股票的保证金比例保持在80%左右的水平来遏制投机。当股票市场开始下跌之后，美联储将股票保证金的门槛降低至65%，但是这并没有产生多大的作用。股票市场在1970年4月22日经历了大幅下跌。这一次冲击使得电子数据系统的股票在一天之内下跌了50个百分点，这造成H. Ross Perot's手中所持有的该股票市值缩水了4.45亿美元，这样的损失即使对于亿万富翁来讲也是十分巨大的。伴随着市场的持续下跌，人们逐渐开始担心由此而产生的连锁反应会同样发生在经纪公司中，即使只有一家公司倒闭也会引发人们的恐慌。尼克松总统试图提振股票市场，他对来访者说："坦白来说，如果我现在手头有钱，我一定马上就用它们去购买股票。"这种洛克菲勒式的声明在刚发表的一段时期内带来了股票市场近13%的上涨。

1970年春天，美国派兵入侵柬埔寨以肃清躲在当地庇护所的北越军队，引起股票市场价格下跌；而在肯特州立大学，多名大学生在抗议越南战争时被国民警卫队队员枪击，导致道琼斯指数再度下跌20个点。1970年5月，道琼斯指数已下跌至621点。这两起事件之后摩根大通银行的董事长大卫·洛克菲勒（David Rockefeller）和哈佛大学的经济学家约翰·肯尼斯·加布雷斯（John Kenneth Galbraith）相继警告金融市场可能有崩溃的危险。尼克松召集了45位商业和金融业的巨头，并向他们保证美联储将会为市场提供支持。1970年5月25日，股票市场又一次大幅下跌。几天之后，股票市场开始反弹，5月27日道琼斯指数上涨32点，创下了单日涨幅的新纪录。1970年的5

月，IBM 的股价曾经在一天之内下跌了 7 美元，这导致 IBM 公司市值蒸发掉近 8 亿美元。同时 IBM 还有其他的难题。1969 年，IBM 公司遭遇当时规模最大的反垄断指控。该诉讼一直持续到 1975 年。当时 IBM 股票的市值比在纽约证券交易所登记在册的任何一家公司的股票都要高。IBM 公司最终赢得了这场诉讼，但是这场诉讼业削弱了公司的实力，而且个人电脑的革命也即将对 IBM 公司造成致命性打击。其他一些股票价值被高估的企业也遭受了重大打击，这其中就包括了 Ling – Temco – Vought（LTV）和资源国际（Resorts International）。1969 年 6 月，LTV 的股票从 169 美元跌落至 25 美元，立顿工业（Litton Industries）的股票下跌了大约 70%。

证券业的丑闻

四季护理中心（Four Seasons Nursing Centers）的股价从 91 美元暴跌至 32 美元。这家公司被卷入了一起关于整体发行 45 万股股票的丑闻。公司的经理被指控在交易过程中多次非法操纵股票价格以确保所有计划发行股票都能售卖一空。另外，经纪公司中有人还获得了贷款和公司股份来作为推销这只股票的激励。在这次整体发行的过程中，公司还向那些最初无意购买的客户超售了股票。最终，公司退回了这些客户的总额 250 万美元的支票。虚假销售正是公司推动和最终完成股票销售目标的手段之一。1970 年 5 月，四季护理中心的股票被 SEC 暂停交易，随后公司宣布破产。在这一起破产案中，最终有数人受到犯罪指控，他们分别是公司的四季公司的主席和沃尔斯顿公司的总裁史蒂夫·沃尔斯顿（Steve Walston）。后者的公司正是帮助推销股票的机构。Dunn & Bradstreet 公司也在这起丑闻中扮演了不光彩的角色。这所公司给四季公司发行的商业票据给出了高信用评级；同时 Dunn & Bradstreet 公司对 King Resources 公司也同样给出了高评级，但是这家公司后来也出现财务困难。

国家学生营销公司（National Student Marketing Corporation，NSMC）是另一家因股票估值虚高最终陷入困境的企业。这家公司是由 Cortes Wesley Randell 所创立，公司的产品对象主要是在校大学生。Cortes Wesley Randell 年仅

30岁时就已经将 National Student Marketing Corporation 经营成为价值数百万美元的大型企业。Cortes Wesley Randell 在弗吉尼亚州拥有一座城堡而且还有私人飞机。NSMC 向股票市场出售了 1 100 万股的公司股票。公司股价从刚刚上市的 6 美元在短短的两个月间飙升至 30 美元。哈佛大学捐赠基金也是其众多投资者中的一员。1969 年 12 月，NSMC 的股价攀升至 140 美元，但在 1970 年的 7 月，NSMC 的股价暴跌至 3. 50 美元。SEC 指控 NSMC 公司利用虚高的误导性财务报告来人为推高股价。NSMC 公司借助人为推高的股票市值继而收购了其他 25 家公司。Cortes Wesley Randell 因股票欺诈被定有罪，被判处 18 个月监禁。Marion J. Epley Ⅲ是纽约一家大型律师行的合伙人，他被 SEC 指控与 NSMC 的欺诈活动有着千丝万缕的联系。这引发了一场大风暴，人们争论的焦点聚集于律师在根据美联储证券法律规定向客户提供咨询意见时应该扮演什么样的角色。

在另一个案例中，SEC 向 Glenn W. Turner Enterprises 和另一个相关的企业 Koscot Interplanetary Enterprises 提出指控。这两家公司的金字塔式销售体系后来被认为需要在 SEC 提前注册。这两家公司使用高压销售策略向那些涉世未深的个人出售各种带有鼓动性质的课程。购买者花费 300 美元至1 000美元不等来参加这些课程，参加者将会收到录音带、录像带以及其他各种资料。这些都是用来激励他们并且提高他们销售能力的材料。参加者可以将这些课程卖给其他人并可以将卖价中的一部分作为他们的佣金。在培训会上，组织者向参加者展示了高压销售策略的美好前景，以此来让说服参加者成为“敢于争先”项目的一员。推销员们站在椅子上，大声地呼喊，不停地展示大叠的钞票和他们开的豪车，以此炫耀他们自己赚取的巨额财富。培训会的培训师们一再讲述“敢于争先”项目的发起人和拥有者格伦·特纳（Glenn W. Turner）一夜暴富的故事，并把这作为未来美好愿景的最佳范例来向学员们宣传。这样的培训会后来被 SEC 叫停了。

1972 年，联邦法院受理了一起申诉，控告 John Nuveen 公司违规向大众投资者出售商业票据。联邦法律规定，如果商业票据的存续期限短于 9 个月且不向普通大众出售，那么该票据可以免于在 SEC 注册。John Nuveen 公司向一

般大众发行的这种商业票据并不符合联邦法规的豁免条件，但是却没有在 SEC 注册。一起机构层面的“贿赂（Payola）”丑闻在共同基金行业就这样发生了。多样化服务（Diversified Services）公司的威廉·兰菲尔德（William Langfield）遭到了 SEC 的起诉，并且他个人进行的所有交易也开始受到 SEC 的特别关注。

一起更大的丑闻也正在酝酿之中。SEC 发现在 1972 年，John Nuveen 公司有多次不当的政治献金行为，更有甚者包括未入公司账目的向外国政府进行的贿赂。SEC 还发现这一现象十分普遍，以至于根本不可能追究所有曾有过这一行为的公司。人们也曾质疑这种行为在美国是否违法，因为并没有任何美国法律明确禁止向外国政府贿赂。SEC 创立了一种自发揭露的方法来弥补相关法规的漏洞。这一办法允许公司主动向 SEC 坦白它们的罪行，以此来避免 SEC 对其采取强制行动。SEC 要求主动交代罪行的公司进行公司内部的审查并且要及时采取措施来严防公司以后再度发生这样的不当行为。这一自发揭露办法实行以后，许多公司向 SEC 主动坦白了公司中存在的向外国政府部门贿赂的行为，据估算贿赂总额共计数亿美元。这些大笔的资金都被用于向外国相关政府部门贿赂并以此来赢得更多的商业投资机会。Lockheed 承认在 1970 年至 1975 年投入了 2 亿美元用于支付国外的咨询费和佣金，其中有 3 000 万美元的去向十分可疑，疑似用于向国外政府部门进行贿赂，共包括日本、德国、荷兰、印度尼西亚、意大利、沙特阿拉伯在内的众多国家。其他存在资金流向不明问题的公司还有埃克森公司、海湾公司、美孚公司、联合水果公司、波音公司和麦当劳。随后国会众议院对于这样的贿赂行为也作出了反应，国会通过了《反国际腐败法案》，明确禁止美国企业向外国政府相关部门进行贿赂来获取商业投资机会。但是法案同时也规定向海关和其他政府部门的小额贿赂“grease”可以得到豁免。这项法案对于后来禁止账外贿赂产生了深远的影响。

令人意想不到的是丑闻也发生在了 SEC 的内部。布莱德福德·库克（Bradford Cook）是 SEC 的总顾问。在 1973 年他取代威廉·卡西（William Casey）成为 SEC 的主席，而威廉·卡西后来成为 CIA 的主任。在威廉·卡西

离任时，他因为拒绝将 Dita Beard 的案卷提交给国会审查而饱受批评。该案卷属于 Washington lobbyist Beard 公司，该公司当时处于一场丑闻风暴中心。这起丑闻源于国际电话电报公司（International Telephone & Telegraph Company，ITT）向共和党捐献了 40 万美元的政治献金以求取政府对其竞争对手进行反垄断调查。Bradford Cook 很快也意识到自己已经深陷麻烦之中。Bradford Cook 在任期间，曾经篡改了 SEC 对于一个在外流亡的金融家 Robert Vesco 的指控，而且还撤销一起针对共和党的指控以避免共和党陷入窘境。在这些事件曝光之后，Bradford Cook 不得不引咎辞职。

证券业务的演变

纽约证券交易所在 1971 年实现了一体化。这一行动是由威廉·麦克切斯尼·马丁提议推动的，他刚刚从美联储主席的位置上离任并被纽约证券交易所委托研究交易所的组织和运营。Pujo 委员会在 20 世纪的早些年间就已经在寻求纽约证券交易所的一体化运营，然而这个想法直到后台处理能力危机期间交易所的成员们面临潜在的风险责任的威胁时才真正提上日程。与此同时，马丁也发现了另外一些问题："近些年来证券业被机构投资者和电脑交易这两股新生势力打乱了行业旧有的格局。"马丁还预测说"随着通信系统的发展，电脑将在很大程度上改变现有的市场运行方式"。[1] 由于认识到市场整合的趋势已经越来越明显，他认为纽约证券交易所与 AMEX 和一些区域性的交易所之间应该联系得更加紧密。

经纪交易商也持续整合。它们寻求的是有限责任，希望通过公开市场发行股票来筹集资本。但它们在股票市场筹集资金的过程中遇到了不小的阻力，因为纽约证券交易所的规定限制它们向公众出售公司的股份。后来纽约证券交易所在 20 世纪 50 年代允许经纪交易商合并，并于 20 世纪 70 年代允许它们向公众出售公司股份。Donaldson，Lufkin & Jenrette（DLJ）公司成为第一个可以向公众出售公司股份的经纪行。该公司以每股 15 美元的价格向公众出售

① William McChesney Martin Jr.，*The Securities Markets*，p. 3.

800 000股的普通股，但是最终只得到了计划资金的半数，美国运通希望通过购买 Donaldson, Lufkin & Jenrette（DLJ）公司25%的股份来扩张自己的业务规模，然而当DLJ公司股价下跌，公司估值大幅缩水之后，运通将手中持有的股票逐步分销给了其他股权持有者。DLJ公司在1985年被公平寿险协会（Equitable Life Assurance Society）收购。潘恩·韦伯（Paine Webber）公司和Jackson & Curtis公司自1879年开始就一直保持着合伙人的关系。这两家公司在1970年整合为一个整体并开始向公众出售它们公司的股票。美林（Merrill Lynch）公司、皮尔斯（Pierce）公司和芬纳史密斯（Fenner & Smith Inc.）公司也在完成合并之后在1971年6月向公众出售400万股的公司股份。公众股票以28美元的价格在纽约证券交易所挂牌出售。美林公司是纽约证券交易所会员中第一家公开上市的公司。另一家大型经纪行贝奇公司（Bache & Co.）在1971年挂牌上市交易并且向市场发行了400万股股份。

1971年，在经纪行的广告中出现了美林公牛，这一标志象征着“看多美国”。这一标志后来成为美林公司在市场中最广为流传的形象。美林公司在1980年将它们的公司主题改为“鹤立鸡群”，并将它们的广告形象改为一只在身处瓷器店中的公牛。1988年美林公司开始使用“经久不变的信任”这一公司口号；1993年，它们又开始主打“美林——与众不同”这一宣传口号。美林公司成功的广告宣传模式刺激了其他的经纪行。曾经是一名大宗商品交易员的演员约翰·豪斯曼（John Houseman），被史密斯·巴尼公司（Smith Barney）雇用成为该公司的代言人。他向公众保证，史密斯·巴尼公司用一种“传统而有效”的方式赚钱。E. F. Hutton公司自己声称“当E. F. Hutton告诉人们一件事情时，人们就会按照他说的办。”另外一家经纪行在它们的广告里拍摄了这样的内容：人们笑着说“谢谢你，潘恩·韦伯”。

经纪公司开始向公司的股东们提供通过小额投资计划在经纪行开设投资账户的机会，而且投资所得的红利可以用于再投资。美林所采用的“股权累积（Sharebuilder）”计划就是其中较为流行的一种方式。美林公司后来雇用了超过20 000名员工并且建立了大约250个公司办公处。艾伦公司（Allen &

Co）在1929年大萧条中受到了严重的打击，但是在20世纪70年代已经恢复元气并成为华尔街十大公司之一。其他较大的经纪行还有Bache & Co.；E. F. Hutton Group；添惠；Paine Webber，Jackson & Curtis；Loeb，Rhoades & Co.；Shearson，Hayden，Stone。

投资银行业是一个利润非常丰厚的行业。摩根士丹利的合伙人每年都能挣到15万~50万美元不等。新进投资银行职员的起薪是2万美元甚至更多。1975年，美林公司在伦敦建立了一家跨国银行，并且在1978年收购了White Weld公司。这两项举措加强了美林公司在投资银行业务方面的能力。投资银行的业务只集中在一小部分公司手中。十大投行经营了大约87%的证券承销业务。1970年，所罗门兄弟和赫茨勒（Salomon Brothers & Hutzler）公司名字简化为所罗门兄弟公司。它的业务逐渐扩张，成为投资银行业的翘楚。1979年，所罗门兄弟公司承销了超过170亿美元的公司债券和商业票据业务。该公司雇用了1 000多名职员并且在投资规模上仅次于美林公司。

1970年，场外交易的股票约有10 000只，而在纽约证券交易所注册的仅有1 300多只。全国证券交易商协会（National Association of Security Dealers，NASD）掌控的纳斯达克股票交易市场在1971年投入运营，它是“世界上第一个电子化交易的股票市场”。[①] 实际上，只有报价系统是以电子的方式向人们展示的。交易仍然必须通过电话协商然后执行。到了1972年，纳斯达克的日均交易量已经突破800万美元。即使如此，股票市场仍然处于整体疲软的阴霾笼罩之下。1972年，一位知名的华尔街历史研究家宣称“虽然当前的证券市场组织结构以及资本主义没能消除腐败，但至少它在另一项更重要的任务上已经取得了成功，那就是消除恐慌和防止经济崩溃。”[②] 然而后来这种表述被证明是不准确的。道琼斯指数在1972年的12月14日曾一度触及1 000点的高点，但是之后就开始了长期的走低，更是在1974年的

① National Association of Securities Dealers, Inc., *The NASDAQ Stock Market 1997 Fact Book and Company Directory*, p. 1.

② Robert Sobel, *AMEX: A History of the American Stock Exchange*, 1921 - 1971, p. 250.

12月跌至577点的低点。1974年9月，标准普尔500指数在结束了一段长达21个月的走低后，共计下跌了40%。这一次市场的熊市结束于1974年的10月，这是1929年的大萧条之后最严重的股灾。1973年至1974年的这一次股票市场危机被许多华尔街的历史学家忽视了，“尽管这次股灾影响十分巨大，几乎可以与20世纪30年代的大萧条相提并论”。[①] 与这次股灾伴随发生的是经济的衰退。

至少在这一时期内对冲基金重新开始观望，封闭式投资公司在这一时期也开始衰落，“这些公司往往在低于资产价值25%的价格附近进行交易”[②]。1974年10月1日，纽约证券交易所将它的交易时间延长至下午四点，以此来增加交易量。直到1975年，股票市场才开始回暖，这一年股票市场上涨了37%。1976年的春季，股票市场出现又一轮上涨。然而，仍然需要等待几年之后道琼斯指数才能涨至1 100点。经历了这一系列的震荡之后，有一点是十分清楚的，市场预测仍然不是一门科学。詹姆斯·丹斯（James Dines）是一名市场分析师，他预言1974年股票市场将会继续走低。但这之后道琼斯指数增长了400点。詹姆斯·丹斯还曾进一步预言金价将会不断攀升，但是后来金价下跌了接近一半。

金融市场中变革的气息越来越浓厚。铁路不再是财政的重心。Amtrak公司创办于1970年，它在全国范围内提供火车服务。由于铁路是国有的，这家公司被政府赋予了垄断地位。在长达28年的时间中，联邦政府向Amtrak公司提供了超过200亿美元的财政支持。这并不是一次成功的财政投资，但是Amtrak公司也确实为全国的乘客持续提供火车服务。1976年还发生了一宗大的并购，美孚石油（Mobil Oil）收购了蒙哥马利—沃德公司（Montgomery Ward），并将公司名字改为玛珂公司（Marcor, Inc.）。收购价为9亿美元。一项由美国财政部资助的研究表明，相对于伦敦来说，纽约已经失去了成为国际金融中心的基础，原因可以归结于利息平衡税和资本管制。纽约市在1975

---

① Roger Lowenstein, *Buffett: The Making of an American Capitalist*, p. 167；以及 Institutional Investor, *The Way It Was: An Oral History of Finance*, 1967–1987, p. 101.

② Robert Sobel, *Inside Wall Street: Continuity and Change in the Financial District*, p. 236.

年开始对交易的股票收取25%的流转税，这使得一些经纪行迁至新泽西。纽约市之后立即宣布不会实行这一税收政策来避免这一重要金融行业的流失。

纽约证券交易所还面临其他竞争压力。1972年，三级市场的交易量大约占到纽约证券交易所总交易量的8.5%，在接下来的一年里交易额大约为100亿美元。1973年，一些股票在三级市场的交易额甚至超过了总额的25%。Donald E. Weeden的公司是三级市场交易商的领军者。Weeden公司尽管不是纽约证券交易所的注册成员，但它占据了1/3的三级市场份额。这家公司后来由Mosley、Hallgarten和Estabrook接管。Carl Marks公司、M. A. Shapiro和Allen公司也是三级市场中的公司。First Boston公司是三级市场的搭建者。极讯是一家机构间市场，但它的增长十分缓慢而且其交易系统和电脑也麻烦不断。

证券市场结构

20世纪70年代，一些投资信息服务公司，如联合商业服务（United Business Service）、巴布森报道（Babson's Reports）、价值线（Value Line）和阿格斯研究（Argus Research），也在华尔街出现了。纽约证券交易所也开始致力于打造属于自己的信息服务平台。1973年，证券业自动化公司（the Securities Industry Automation Corporation，SIAC）创立了纽约证券交易所指定订单流转系统（Designated Order Turnaround System，DOT）。这一系统可以实现小额交易在实时报价下的自动买卖。太平洋股票交易所（The Pacific Stock Exchange）引进了一种名为证券通信订单分配和执行系统（Securities Communication Order Routing and Execution System，SCOREX）的类似系统。证券业自动化公司（SIAC）针对在纽约证券交易所和美洲交易所上市交易的股票创立了一套完整的交易所当天收盘价报价系统。另外，还新成立了整合磁带协会（The Consolidated Tape Association）来全面报送卖价。SIAC在这一报价服务系统中处于控制中心的地位。复合磁带记录打印了包括纽约证券交易所和三级市场在内的所有场所的交易记录。纽约证券交易所的做市专家执行了所有已报告交易中的80%份额。

1971年，SEC针对机构投资者在市场中的地位提出了“中央市场系统”这一概念。SEC希望利用这一系统将经纪人和经销商通过电子通信系统连接在一起，形成集中的信息通信网络。在这一通信网络中完成所有的场内、场外交易的执行。一年之后，SEC发布了关于如何建立未来的证券市场体系的声明，并且再一次强调了中央市场系统的重要性。SEC断言中央市场系统将更好地保证投资者在任何市场都能享受到更好的交易服务，不论是纽约证券交易所、场外交易还是三级市场。中央市场系统是一个难以界定的概念。SEC后来也确实敦促各大交易所建立综合收盘价报告系统（composite last - sale price reporting system）来作为建立中央市场的重要一步。詹姆斯·尼德海姆（James Needham）是SEC的委员之一，他曾提案建立一个美国股票交易所，囊括所有各家交易所以及纳斯达克市场。然而后来这个想法并没有实现。

SEC在20世纪70年代的晚些时候逐渐对中央市场体系这一概念失去了兴趣。但是不可否认的是这一概念确实引起广大投资者的思考，那就是怎样可以让投资者不管身处何处，都可以以最优的报价来完成证券交易。这一问题主要受限于行业自身的特点。交易所开发的另一种替代方法是市场内交易系统，这一交易方式使得专业人员可以以最优报价在任何交易所执行交易指令。内部市场交易系统是由纽约证券交易所、美国证券交易所和各地方的证券交易所组成的电子系统。内部市场交易系统并不要求交易指令在给出最佳报价的那个交易所执行，而是在任何交易所内部都可以匹配最佳的报价来执行。

路易斯·劳斯（Louis Loss）是哈佛大学的法律学教授，他试图说服国会重新修订证券法来干涉证券业一系列的交易方式改革，然而并没有取得成功。一份700页的提案早已准备就绪，但是最终没有在国会通过，同时国会也的确对证券市场进行了一次全面的调查，最终催生出了《1975年证券交易所法案修正案》。该法案赋予了SEC创造全国范围的市场体系的权力，换言之，就是建立集中的中央结算清算系统和信息传递渠道。

机构的交易行为

1974 年，来自政府内外的评论都集中到了资本市场内机构投资者的交易行为上来。机构交易影响了市场的流动性，并且增加了价格的波动性。养老金计划增加了金融机构手中普通股权的比重。“针对养老金的扩张的一些政治讽刺言论使人无法忽视：产业工人现在成为华尔街的燃料。”[①] 而这一发展趋势也恰恰印证了卡尔·马克思的观点，那就是劳动力注定会为资本所控制。1974 年《雇员退休收入保障法案》（ERISA）允许在雇主没有为员工个人建立私人的养老金计划时人们有权建立自己的养老金账户（IRAS）。之后，在 1991 年这一法案的覆盖面延伸到了那些已经有雇主养老金计划的个人，并且还进一步提升了个人在养老保险金支出中的份额，这也是在变相的鼓励储蓄。到 1981 年为止，个人养老金账户中已经总共有 4 000 亿美元。

《雇员退休收入保障法案》也寻求保护那些公司养老金账户的利益。该法案吸取了印第安纳州南湾（South Bend）的斯图德糕点厂（Studebaker）的失败教训。斯图德糕点厂忽视了养老金基金中劳动者的利益，许多退休工人尽管在工厂中付出了艰辛的劳动而且还有正当的既得获益权，但是最终仅仅得到了微薄的养老金收入。《雇员养老金保障法案》试图通过限定养老基金必须满足既得利益所有人权益的方法来保障劳动者的权益。养老金收益保证公司应运而生，它为养老金投资计划提供保险。养老金收益保障公司被授权可以从财政部借入最多一亿美元的资金来补偿各公司养老金投资的损失。

《雇员养老基金保障法案》要求养老基金要为参保人和受益人的总体利益服务。该法案建立了养老基金经理的投资准则。20 世纪 70 年代，“审慎者原则”在超过 40 多个州的信托人和投资者之间已经得到了广泛采用，其中的几个州还颁布了法律条令来限制信托人的投资行为。《雇员养老基金保障法案》也采纳了“审慎者原则”，并要求所有的养老基金投资要本着“有责任心的，有技巧的，由具备相关专业知识并且熟识行业的投资人忠实于基

① William M. O'Barr and John M. Conley, *Fortune and Folly: The Wealth and Power of Institutional Investing*, p. 23.

金权益人的原则来投资”。[①] 这一原则被宽泛地解释为允许将养老金投资于股票市场，随后的另一项标准又进一步放宽了限制，那就是投资多样化原则。根据现代投资组合理论，高风险的投资是可以作为投资多样化的手段之一来引入投资组合的。这一理论甚至允许组合中部分资金进行投机。劳工部也认可现代投资组合理论是符合审慎投资的标准的。这就意味着对投资组合经理的评判是建立在组合整体表现的基础上的，而非对组合中某些单一高风险投资的表现。

证券业的佣金

在 1792 年建立纽约证券交易所时设定的固定佣金率结构是不稳定的。纽约证券交易所规则要求的最低佣金在第三市场被机构交易者削弱。“软”佣被用来规避固定费率佣金的限制。这些安排涉及经纪人以研究或其他工作形式提供的“免费”服务，以换取订单流。这些服务提供价值，可以有效地作为固定佣金的折扣手段。经纪公司使用“放弃”的方式作为实际上佣金议价的另一种手段。在这些安排中，接受订单的经纪人和向机构提供服务的其他经纪商之间要进行交易佣金的二次分配。这使得非执行订单的公司得到补偿，相当于对执行订单的公司变现提供折扣。而这样的折扣在固定佣金率规则下是不被允许的。这种做法在 1969 年被禁止，但固定佣金规则还有其他非常规的操作模式，这使得除了参与公司之外，外部人仍然无法搞清楚实际费率如何。

纽约证券交易所在 1934 年至 1965 年先后五次提高了非成员的佣金率。这种费率的增长通常由 SEC 批准。不过，从 20 世纪 60 年代中期开始，SEC 开始要求纽约证券交易所控制费率涨幅。SEC 也开始逐步减弱固定费率的结构。最初，它取消了对于散量交易的固定利率限制。1968 年，政府开始质疑证券业固定费率佣金这种做法的合理性。司法部向 SEC 提交了一项声明，质疑纽约证券交易所固定佣金率起到了反竞争的效果。司法部要求 SEC 调查固

---

① William M. O'Barr and John M. Conley, *Fortune and Folly: The Wealth and Power of Institutional Investing*, p. 21.

定费率是否合理。法院则是攻击固定佣金率的另一个渠道。1970 年联邦上诉法院裁定，纽约证券交易所被要求证明其禁止佣金回扣的合理性。

1970 年 4 月，为了减轻后台处理能力危机期间经纪交易商的利润压力，SEC 批准对 1 000 股或以下的股票交易收取 15 美元的佣金附加费。此后，SEC 逐渐推动行业消除固定佣金。1970 年 11 月，纽约证券交易所总裁罗伯特·哈克在纽约经济俱乐部发表演讲，主张放弃固定佣金。这令华尔街感到惊讶，非常震惊。在 1971 年，SEC 裁定交易金额超过 50 万美元的佣金可以议价。而且，佣金的议价基准水平也将逐步降低。最后，证券交易所在 1975 年 5 月完全取消了固定佣金率的限制。这个事件在业界被称为“五一”。它会带来一些戏剧性的影响。机构具有巨大的议价能力，可以谈判获得较低佣金率。较低的费率鼓励机构大量交易。小额投资者则继续被经纪公司收取较高的佣金，但是已经开始有折扣佣金经纪人（后文称为低佣金券商）开始提供少量的服务，他们对零售投资者也提供很低的佣金。

SEC 的监管

监管的领域越来越多。经纪交易商需要保留关于其业务活动的广泛记录，用于 SEC 的检查。SEC 要求的账目记录包括反映资产、负债、收入、费用和资本、证券和商品的买卖与交割，以及保证金账户中的借贷余额。关于债务利息、贷款借入的证券和货币、贷款抵押品、未交收的证券、短期证券差价和回购协议等都需要保持账目记录。1976 年，SEC 经过深入研究，要求券商采用统一的财务报告模板。这些财务和运营汇总统一单一报告（FOCUS 报告）必须每月提交。此外，SEC 还规定要求券商提供由注册会计师编制的财务状况年度报告。

SEC 在 1975 年宣布，将设法消除纽约证券交易所的第 390 条规定，该规定禁止在场外交易销售已经在纽约证券交易所挂牌上市的股票。但该提案在 1979 年被撤回。SEC 同意允许纽约证券交易所将已经上市的股票纳入 390 规则限制范围，但 1979 年 4 月 26 日之后在纽约证券交易所上市的股票将不受该规则的约束，可以进行场外交易。过去几年来新上市的股票并不

多。第三市场成交量在固定佣金费率限制取消后大幅下降。1978 年，纽约证券交易所第三市场的交易量占全部的比例跌至低于 3%。1975 年，纽约证券交易所得到最高法院更强有力的保护，免于受到《反垄断法》的制约。在戈登诉纽约证券交易所公司案中，最高法院裁定，交易所对券商固定佣金率的规定符合 SEC 许可的职权范围。[①] 鉴于 SEC 已经积极主动地在设定佣金费率领域行使自己的权力，反垄断法不再适用。在美国政府诉全国证券交易商协会案中，最高法院认为，自律组织的活动不适用于反垄断法，在本案例中指全国交易商协会，特别是在证券法规已经对各个方面广泛加以约束的情况下。[②]

纽约证券交易所席位的价值从 1968 年的 50 万美元下降到 1973 年的 75 000美元。一个纽约证券交易所的坐席在 1976 年 11 月曾以 40 000 美元的价格卖出。但是交易所还不至于消亡。纽约证券交易所在 1976 年创立了一个自动债券交易系统，很快就占据了其债券交易活动的大部分比例。[③] 1977 年，纽约证券交易所股票交易量超过 7 亿股。1979 年道琼斯指数走高，维持在 900 点附近，这是该指数十年前的水平。全球交易额日均接近1 500亿美元。20 世纪 70 年代，通货膨胀是市场的主要焦点。投资者关注“实际利率”——目前的利率减去通货膨胀率。投资的安全性则是另一个关注点。20 世纪 70 年代初，投资经理们把资金集中投资于“漂亮五十（Nifty Fifty）”这类的大型公司里，这些股票被认为是不会对投资者带来损失的蓝筹股。这些证券的表现优于其他证券，市盈率维持在八十倍。然而，1973 年，“漂亮五十”的股价开始下滑。在 1974—1975 年经济衰退期间，“漂亮五十”比市场中其余股票的跌幅更大。在同一时期，道琼斯指数也回落至1 000点以下。

① *Gordon v. New York Stock Exchange, Inc.*, 422 U. S. 659 (1975).

② *United States v. National Association of Securities Dealers, Inc.*, 422 U. S. 694 (1975).

③ James E. Buck, ed., *The New York Stock Exchange: The First 200 Years*, p. 207.

保险业的问题

投资公司的资产规模在1972年上升至近600亿美元，但到1979年下降到500亿美元，其中不包括货币市场基金规模。券商在20世纪70年代开始涉足股权融资计划。销售与保险计划相结合共同基金。1973年4月，总部设在加利福尼亚的美国股票投资基金公司被发现欺诈了大量的投资者。该公司在35个州的135个办事处雇用了超过4 500名销售人员。其投资计划被冠以英国人寿基金概念，用共同基金份额做抵押贷款再去购买人寿保险。股权基金向客户出售共同基金份额，并以基金份额做抵押贷款给客户用以支付人寿保险。该基金在1973年宣称资产超过10亿美元。实际上，其资产和销售额被夸大，通过精致复杂的手段欺骗了公司的股东。基金管理人员还通过举办“Z项目”会议以掩盖公司欺诈行为不被审计师发现。当这种欺诈行为被揭露后，该公司宣告破产。共有22人被告上法庭。该股权基金的总裁斯坦利·戈德布勒姆(Stanley Goldblum)被判入狱。股权基金丑闻也引发了对内幕交易的指控。Delafield Childs公司的金融分析师雷蒙德·德克斯(Raymond Dirks)对欺诈有所警觉，建议其机构客户在公司的欺诈行为公开前抛售该股权基金的股份。德克斯被SEC指控犯有内幕交易罪，但最高法院驳回了这项指控。该股权基金后来进行了重组，转变为Orion Capital Corp.。

保险行业创建了所谓的“保证利息年金”，这些新型保险合同被设计用来提供高利率、保本和税务递延型年金。在SEC诉联合受益人寿保险公司一案中，最高法院再次认定，提供一般市场回报率的年金合同需要符合联邦各项证券法规。[①] 这一案件中的相关保险公司试图通过向客户保证在年金累积阶段之后的最低回报来承担合同中的某些投资风险，从而实现规避SEC监管的目的。然而，不论如何设计对投资者的回报都要受到市场收益表现的影响。最高法院认为，这足以使保险合同被认定为一种证券。这项裁定意味着保险公司要受到各州保险法规以及联邦和各州证券法规的双重约束。保险公司被要

① *Securities and Exchange Commission v. United Benefit Life Insurance Co.*, 387 U.S. 202 (1967).

求将其可变年金类产品与传统保险产品分开。支持传统产品的储备金保留在保险公司的一般账户中。必须为其证券产品设立所谓的分离账户。

全国保险业委员会不断努力以促进达成各州法规的统一。委员会制定了统一格式的财务报表，各州之间互认对方保险公司的互惠机制，对保险公司持有证券的统一估值规则，标准死亡率表和精算模型法规。到 20 世纪 70 年代，大多数州要求保险代理人和经纪人持牌经营。保险代理人可以通过美国人寿承保人学院的十个科目的考试而成为持牌人寿承保人。大多数州禁止不公平交易的展业行为，如虚假广告、支付回扣和不正当的索赔结算程序。

独立保险代理人制度在 20 世纪 70 年代受到攻击。运营成本上升而保费费率下降。团体险业务也在不断流失。各种保险产品的销售开始通过财务顾问而不是保险代理人。20 世纪 60 年代保险行业滥用代理人开展保单替换业务。通过劝诱使保单持有人替换已有的人寿保险，但这种替换只会增加销售代理人的佣金，而不是为了保单持有人的利益。20 世纪 70 年代各州的保险法规大多用来防止保险公司控制它们投资的公司。各州的规定设定了保险公司投资标的的资质要求，对合格证券设定标准。债券仍然是人寿保险公司最常见的投资品种，许多企业向保险公司私募发行债券。事实上，保险公司约占定向发行的规模的 75%，而半数的企业长期融资通过定向发行来操作。保诚保险公司在 20 世纪六七十年代，有一支专门的销售队伍负责主动联系企业以向它们提供贷款。

人寿保险和年金是许多保险公司的基本产品，但是这两者的目的却并不相同。人寿保险试图在死亡时创造一笔财富，而年金则是通过逐步变现一笔资产来确保受益人在存活期间始终可以获得一定的收入。普通的终身寿险保单假定在被保险人的生命周期内将收取不变的水平保费。但是，该保单可以提前赎回，也可以将终身保单的贷款价值作为购买退休年金的缴费基础。不变水平保费在终身寿险保单的前些年收取了较高的保费，远超过死亡风险对应的费率。其目的是在死亡风险升高之前，积累足够的资金来覆盖生命后期较高的死亡风险所对应的高保险费率。这样积累的资金可以保护保单持有人的利益，并可以用来做借款抵押，或者如果停止投保，累积的价值将返还给

投保人。

20世纪60年代末，终生寿险受到来自团体寿险和其他保险计划的激烈竞争。与年金竞争是养老金计划。即使设计出了可变年金，保险公司在20世纪70年代还是陆续被共同基金夺去市场份额。这一时期，由于投资回报率降低，终生寿险的销售开始下滑。传统的终生寿险的回报率非常低，而其他产品却可以提供较高的利率，从而使得长期以来普遍被视作一种储蓄计划的终生寿险被抛弃。虽然发生的股权基金欺诈案给基金类产品带来了一些阻力，但竞争对手通过推荐消费者购买定期保险，随后将购买定期保险与终生寿险成本之间的差额投资于共同基金。这激励了保险公司开始设计与之竞争的保单。其中一项创新是1971年引入的可调整保费寿险。这类保单允许保单持有人设定自己的保费支付水平，从而确定保单赎回时的现金价值。1977年，保险产品又有了创新，万能险是另一项创新，它在保费和死亡抚恤金方面有更大的灵活性。更重要的是设计出了可变寿险，这种保险在1976年被引入美国以前在国外已经有销售。对于一张可变寿险保单，收益是基于一个独立的资产池的投资结果。它提供水平保费支付方案，并结合了死亡收益和储蓄的双重功能。可变寿险的储蓄或退保价值取决于在关联独立账户中已支付保费的投资收益表现。保费投资的回报是递延免税的，直到停止投保。

可变万能寿险则意味着保险业在产品创新上又迈出一步。这种保单给了投保人调整费率的选择而且收益可变。万能寿险允许投保人更改保费的金额和支付时间安排。保费被投资于根据市场表现提供回报的资产，而投资回报决定着保单的赎回现金价值。如果当期没有支付保险费，则从该保单的累计现金价值中扣除相应的死亡保费，以避免死亡保障失效。另一个创新是指数联结寿险，其中保险收益与诸如标准普尔500指数或消费者物价指数等指数的表现关联。指数基金的储备金是存放于保险公司的一般账户中，但可变寿险的准备金需要在独立账户中持有。

1974年和1975年，保险业经历了严重的下滑周期。当时的政府雇员保险公司（GEICO）面临财务困难。该公司在1975年亏损1.26亿美元。GEICO的股票从42美元下降到5美元以下。哥伦比亚特区保险专员力挽狂澜挽救了

这家公司。他安排了其他保险公司购买其发行的新股，这给 GEICO 提供了所需的现金。未来的亿万富豪沃伦·巴菲特（Warren Buffett），在 GEICO 公司陷入困境之后也开始投资 GEICO。其股价很快上涨至 8 美元以上。20 世纪 70 年代，人寿保险增长最快的是团体险。1979 年，共有 1.32 亿人享受到团体寿险的覆盖。《军人团体寿险保险法》是私人保险公司发售军人团体寿险的法律基础。健康保险是另一个增长领域，1978 年美国有 70 个蓝十字计划和 70 个蓝盾保险计划，为参与企业的员工提供健康保险。

联邦贸易委员会（FTC）对保险行业进行了研究，发表了一个非常关键的报告，称为“专项小组保险业报告”。联邦贸易委员会发现，投保人的终生寿险的回报率在 1.2% ~1.85%。联邦贸易委员会还指出，人寿保险业务不存在有效的价格竞争，大多数消费者购买寿险保单时，没有获得足够的信息来让他们了解保单的成本。这份报告导致了购买永久人寿保险的数量下滑。1980 年，国会禁止 FTC 研究或调查保险业务，除非众议院或参议院商务委员会特别要求。1969 年至 1980 年，州担保基金对大约 2 亿美元规模的财产险和意外险进行了评估。在此期间，有 67 家保险公司倒闭。所有州都有财产险担保基金。但这些资金规模很小，无法处置重大违约。

第 3 节　新经济政策和纽约城

金本位问题加速恶化

20 世纪 60 年代美国国民生产总值翻了将近一倍，但经济仍存在困难。政府支出的增加造成了强劲的通货膨胀压力，侵蚀了收入，同时也扰乱了美元在世界市场上的稳定地位。越南战争和“伟大社会”建设的成本继续增加着政府赤字。越南战争带来的支出比美国第一次世界大战期间还多 50%。美国国会 1968 年实施的 10% 附加税，以及美联储上调法定准备金率和贴现率都未能缓解通胀压力。1969 年的优惠贷款利率达到 8.5%，而这仅仅是开始。政府支出持续增加，联邦赤字膨胀到 1970 年的 230 亿美元。与此同时，国际金

融的隐忧也在影响美国。1967年11月，英镑贬值逾14%，汇率从2.08美元减至2.40美元，其他货币也紧随其后。黄金的价格固定在每盎司35美元，这为美国制造了麻烦，国外将其持有的美元拿来兑换存放在诺克斯堡的黄金。1958年至1960年，美国黄金储备从220亿美元下降到170亿美元。

到1964年，外国中央银行的美元储备已经超过了诺克斯堡黄金的价值。联邦的黄金股在1967年3月上涨，但这只是短暂的喘息。为了满足投机性需求，工业化国家的伦敦黄金库必须大量提供黄金。为了稳定金价和维护美元汇率，黄金库在1967年出售了数亿美元的黄金，但这还远远不够。1967年6月，阿以战争后，4 500万美元的黄金被从美国转移到外部。当时，美国黄金库存为130亿美元。林登·约翰逊（Lyndon Johnson）总统在1968年限制使用美元在欧洲投资，以此来弥补美国国际收支的漏洞，但这并没有阻止黄金储备的枯竭。

到1968年底，美国黄金储备降至124亿美元，为1937年以来的最低水平，黄金买盘增加。1968年3月13日，伦敦大举购买黄金，一天内美国黄金供应量减少了近4亿美元。黄金库中的七个国家建立了一个二级体系，将“货币”黄金与投机者在公开市场买卖的黄金分开。在这个过渡时期，伦敦的黄金交易中断了两个星期。但这只是权宜之计，未能阻止黄金从美国流出。当法国要求归还其在诺克斯堡的黄金储备时，黄金池的国家之间在1968年也开始分裂。

新经济政策

为稳定国际金融体系，各国都作出了努力。1968年，十国集团创建了特别提款权（SDRs）。这是一种储备资产，各国可以根据国际货币基金组织的规定保留或提取。当一国需要增加储备或者需要硬通货时可以动用特别提款权。在另一项国际协同行动中，欧洲经济共同体部长理事会于1969年宣布，共同体应走向完全的经济和货币联盟。这些都未能阻止美国黄金的流出。越南战争引起的公众骚乱是经济不稳定的另一个原因，最终迫使约翰逊总统下台，接任他的是理查德·尼克松。虽然每个人都认为他是个财政保守主义者，

但事实上尼克松是一个纯粹以政治术语看待经济问题的政治家，他并不总是与传统保守主义观点相一致。

尼克松将他在1960年总统竞选中的落败归咎于时任美国联邦储备委员会主席威廉·麦克切斯尼·马丁的紧缩货币政策。尼克松从没忘记对马丁的怨恨。在1969年成为总统后，他撤掉了当时的美联储主席马丁，代之以更加顺从的阿瑟伯·恩斯（Arthur Burns）。这结束了马丁对美联储漫长的统治，从1951年至1970年任主席，他的任职先后跨越五任总统。马丁曾断言通货膨胀是对美国的威胁，其破坏力与共产主义不相上下。显然，他更多受到第一次世界大战后德国发生的一系列事件的影响，而忘记了大萧条时期通货紧缩的恶果。尼克松政府不得不与通货膨胀和黄金库存流失这两个恶魔同时作斗争，它们削弱美元，破坏了国际经济秩序。1971年初，英国大使要求美国财政部按照布雷顿森林体系的设定以每盎司35美元的价格将30亿美元兑换成黄金，这对金本位制造成了致命的打击。这次兑换耗尽了诺克斯堡的储备，黄金储备规模低于政府储备所要求的100亿美元下限。此外，法国也要求用美元兑换大量黄金，美国则担心其他国家也会开始提出类似的要求。

尼克松总统试图采用一项大胆的行动来处理国际货币问题和持续上升的通胀。他于1971年8月15日宣布启动“新经济政策”。这种说法非常奇怪，因为列宁在俄国内战后也曾实行他的“新经济计划”。也许更奇怪的是，尼克松把民主党的自由主义经济政策变为自己的经济政策。民主党已经颁布了一项法律，允许总统对工资和物价实行强制性管制。那是一个政治花招。没有人真的期望尼克松会动用这个权力，但他最终确实这样做了。尼克松宣布他将冻结工资和物价90天，并将设立一个生活成本委员会去实现工资和物价的稳定。这是联邦政府历史上第一次在没有正式开战的情况下实施价格管制。在为期90天的冻结之后，管制将继续分阶段进行。在管制的“第二阶段”，工资和物价管制方案要求价格涨幅不得超过2.5%。1973年1月，第三阶段管制紧随其后。

新经济政策还涉及黄金外流和国际收支赤字。尼克松宣布对进口商品征

收 10% 的附加费，以此作为缓解贸易赤字的手段。他进一步指控投机者一直在对美元发动战争。为了对付这些恶棍，尼克松总统宣布，美国将不再遵守布雷顿森林协议，该协议旨在将参与货币盯住美元，而美元价值固定为每盎司黄金兑换 35 美元。美国随后关闭了黄金兑换窗口。虽然这被认为“可能是第二次世界大战以来对国际货币体系最严重的冲击”①，但在总统宣布后，道琼斯指数上涨了 32 点，创下了一个新的单日纪录。

浮动汇率制

尼克松让美国脱离金本位制的行动最终导致布雷顿森林协定所达成的固定汇率体系解体，该体系是在第二次世界大战结束后建立的。1970 年，日本推行促进出口和限制进口的重商主义，损害了美国市场。1971 年 8 月日本方面开始允许日元汇率向上浮动，但仅仅是在政府控制下的缓慢升值，这被称为“肮脏浮动”。其他发达国家的货币也逐渐开始变为浮动汇率，但竞争性浮动（贬值）还要经过一段时间才会开始。最初，汇率的浮动更多体现为官方贬值。十国集团于 1971 年 12 月在华盛顿举行了史密森（Smithsonian）会议，会议同意将美元贬值 8%。而这次贬值是通过将黄金兑美元价格从 35 美元提高到每盎司 38 美元来实现的。美国同意在贬值后取消进口附加税。其他国家也相应调整了本国对美元汇率（相对美元升值）。

表面看来，史密森协定通过将黄金兑美元价格调整为每盎司 38 美元而将美国带回了金本位制，但这只是权宜之计。美国脱离金本位制后，曾任命了一个 20 人委员会，希望能够设计出一套新的货币体系，最终没有成功。英国于 1972 年开始实行浮动汇率，瑞士和其他国家紧随其后，其结果是有效地使美元与这些货币之间的汇率开始浮动。在 1973 年，当美国再次协商将黄金价格定为每盎司 42.22 美元，美元此次贬值幅度超过 10%。这之后投机者仍然继续出售美元。到 1973 年底，各中央银行已花费了 35 亿美元来支持美元汇率，随后它们停止了官方货币操作。1973 年 3 月 8 日，美国政府同意欧洲各

① Robert Solomon, *The International Monetary System*, 1945 - 1981, p. 214.

国政府不再依照本国货币对美元的固定比率设定汇率，让外汇市场自身定价。这本质上已经是浮动汇率。

美元继续贬值。1973 年 7 月 7 日，美国与各国中央银行开展货币互换操作，美国使用各国本币去购回美元。这使美元稳定下来。欧洲经济共同体的成员允许它们的货币在限定的范围内相互浮动。这被称为“蛇形浮动”（snakes in tunnels），汇率有波动，但只在限定的范围内。人们认为，这些有限的浮动将有助于灵活应对不断变化的经济状况，而不会破坏世界经济。实际中，政府的各项稳定汇率的政策一般都被“善意的忽视”。[①] “由于各国更加喜欢浮动汇率”，固定汇率制度“在 1973 年正式结束”。[②]

通货膨胀

通胀还在继续。1973 年 2 月 23 日，黄金价格在国际市场上升至每盎司 89 美元。十国集团于 1975 年 8 月宣布，它们将不会采取任何措施来解决黄金价格问题。黄金价格继续上升，并受到各种国际事件的影响而快速波动。在 1979 年 1 月触顶回落之前，金价最高达到每盎司 875 美元。这是布雷顿森林体系下设定的每盎司 35 美元的 25 倍。黄金危机终于有所缓解。从国会内部流传出的消息显示，1974 年尼克松允许几位阿拉伯酋长检查位于诺克斯堡的美国剩余黄金储备。这是极少数的允许公众窥视这一黄金储备仓库的事件之一。国会拜访者发现诺克斯堡的金库里还保留着大约 367 000 根金条。

尼克松的新经济政策是一项大胆的计划，但联邦财政赤字持续增长，给经济带来刺激。货币增长速度提升试图缓和给政府带来最大压力的失业问题。尼克松政府没有给农产品定价设定上限，通货膨胀仍在继续。投机者开始购买贵重金属，从事大宗商品投机活动，以从通货膨胀引起的价格泡沫中获利。一位国会议员指出，粮食价格的大幅上涨在很大程度上归因于商品期货投机。事实上，尼克松政府同样难辞其咎，它们的政策助长了通货膨胀。在其他方面，尼克松鼓励粮食向俄罗斯和中国的出口，导致粮食价格大涨。

---

① Barry Eichengreen, *Globalizing Capital*, p. 152.

② Susan Strange, *Mad Money: When Markets Outgrow Governments*, p. 164.

20世纪60年代，农业部鼓励减少美国粮食库存。1970年，各项粮食库存已经跌到“危险的低水平”。[①] 1971年，玉米产量很高，然而玉米价格跌至每蒲式耳1美元，几乎无法覆盖农民的成本。政府于是试图进一步降低玉米产量，以使价格回升。同时全球谷物产量也在下降，从而导致美国粮食库存的进一步下降。厄尔尼诺现象也扰乱秘鲁鳀鱼的捕获，这是动物饲料蛋白质的主要来源。这增加了对粮食的需求。1971年6月11日，尼克松总统宣布粮食出口到苏联和中国将不再列进限制出口控制法案。他取消了肯尼迪总统制定的粮食出口时所用船只必须悬挂美国国旗的装运要求，以及肯尼迪总统制定的其他要求。比如，美国向苏联出口的粮食中，有50%将委托美国商船，其海运费率是世界费率的30%。这曾经很好地抑制了与苏联的粮食贸易，现在也被废除。

谷物被抢劫

1971年11月，苏联购买了300万吨美国饲料谷物。这大约占美国小麦产量的25%，造成美国小麦价格的大幅度上涨。最初人们认为苏联人计划只购买价值1.5亿美元的粮食。然而，在1972年7月，美国政府与苏联签署了一项为期三年的协议，根据协议，苏联同意从美国购买大量谷物。但苏联还从出口商那里购买了更多的粮食。苏联使用美国提供的7.5亿美元的信贷，外加5亿美元的现金，购买玉米、小麦和大豆。苏联人在价格还低的时候买进大量粮食。而当苏联粮食采购规模公布后，谷物价格立刻暴涨。

这一事件被称为1972年的“谷物大劫案”。[②] 这是“真正可以改变世界的经济事件之一”。苏联的采购将谷物价格推到闻所未闻的高点。这些采购发生几个月之后才对公众发布。这一秘密使得粮食公司和其他了解粮食销售情况的公司有时间套保它们的头寸，并在价格上涨时进行投机，赚取了巨额利润。“这带来了内幕交易和其他丑闻，虽然这从未被证明过，也可能是不真实

---

① Matusow, *Nixon's Economy*, p. 222.

② Dan Morgan, *Merchants of Grain*, p. 121.

的。”[1] 有人声称，苏联人暗中购买大量期货仓位，以获取利润，抵销购买的成本。参议院没有发现任何证据支持苏联故意参与市场操纵的指控。无论如何，对于消费者来说结果就是粮食产品价格上涨。由于苏联粮食销售而增加的农产品出口补贴使纳税人损失了 3 亿美元。

1972 年至 1973 年，大宗商品牛市进入疯狂阶段。芝加哥粮食价格创下 125 年新高。在 1973 年，大豆价格在五个月内上涨了 8 美元每蒲式耳。在一个月多一点的时间里，芝加哥贸易委员会的大豆价格达到每蒲式耳 12. 90 美元。而十个月前，大豆还一直以每蒲式耳 3. 31 美元的价格出售。尼克松总统对大豆实行出口管制，以减缓大豆价格的进一步上涨。由于美国单方面废止合同，禁运引致了许多国外的批评。棉花价格在六个月内几乎翻了一番，这导致 1973 年和 1974 年时出现了棉花危机。大约 500 起诉讼是关于早先签署的低价棉花合同违约的。玉米价格也持续上涨。总的来说，1973 年的前六个月里，世界粮食价格上涨了约 50% 。粮食价格在 1974 年也再次爆炸性增长。

大宗商品价格暴涨

一方面，1972 年成立的铀卡特尔组织将铀价格从每磅 6 美元推到 41 美元。另一方面，石油价格猛涨。阿拉伯国家宣布原油价格增长 50% 。石油输出国组织（OPEC）开始限制向美国运输石油，石油市场的冲击导致股市大跌。石油输出国组织的石油禁运在美国产生了戏剧性的影响。到 1974 年底，石油价格上涨了 400% 以上。而这时天然气管道运输出现了。禁运导致美国对汽车进行限速（每小时限速 55 英里），这推动了阿拉斯加管道建设的批准。通货膨胀率在 1974 年上升到 12% 以上，消费成本的上升令人恐慌。

第二阶段价格管制已于 1971 年 10 月实施。政府设立了价格委员会来控制价格飙升，成立了工资委员会来控制工资上涨。物价管制措施很复杂。价格委员会成立两周后，收到了 400 000 份对于各类商品价格的澄清要求。第三阶段控制实施后不久便于 1973 年 6 月 13 日被第二次价格冻结取代。第二次价

---

[1] Stephen E. Ambrose, *Nixon: The Triumph of a Politician*, 1962 - 1972, p. 583.

格冻结是对物价的六十天冻结，但农产品价格没有冻结。这种做法非常奇怪，因为农产品才是导致通胀的主要力量。1973 年 3 月，政府公布 2 月居民消费价格指数，涨幅超过 1951 年任何一个月份。小麦价格以年率 75% 的速度增长。由于家庭主妇们已经联合起来抵制各种肉制品，尼克松不得不在 1973 年 3 月 29 日宣布冻结肉类批发价格。肉类价格随即下跌。1973 年 5 月，大豆价格上涨了 45%，小麦价格上涨了 22%，玉米价格上涨了 30%。1973 年 8 月 6 日，小麦价格达到每蒲式耳 4 美元，这是历史上最高的价格。玉米在 1973 年 8 月 7 日也以每蒲式耳 3.11 美元的价格创下历史纪录。小麦价格继续上涨，并在 1973 年 8 月 15 日达到每蒲式耳 5 美元。许多商品交易所一度出现连续数周都以“涨停板”的价格进行交易的现象。

新屋开工数量也惊人地减少，从 1973 年 6 月的 240 万套下降到 12 月的 140 万套。其他部门的经济活动也在衰退。在这场经济动荡中，“水门事件”爆发，从而导致理查德·尼克松下台。在尼克松时代还有其他罪行，一名国务卿助理爱德华·摩根（Edward Morgan）帮助尼克松逃避了大约 50 万美元的所得税。新总统杰拉德·福特在 1974 年和 1975 年试图实施更严格的货币政策。在这一时期，工资和物价管制显然已经不起作用，于是随之被取消。第四阶段管制于 1974 年 4 月结束。[①] 在解除管制之后，通货膨胀再次加速。批评人士指责价格管制抑制了需求。1974 年 1 月，“如同 1929 年危机重演，股市正处于严重的崩溃过程中。”[②]

优惠贷款利率由 1974 年 3 月的 8.75% 上升至 4 月的 10.25%。1974 年 7 月，优惠贷款利率达到 12%。经济同时遭受通货膨胀和经济衰退的打击。经济学家们把通货膨胀和经济衰退同时出现的矛盾现象称为“滞胀（Stagflation）”，消费物价指数在 1974 年的最后一个季度上升了 14%。福特总统试图通过一场名为“立刻打击通货膨胀!”的公关活动来制止通货膨胀。在这场活动中，他的支持者们纷纷戴上标有“胜利”字样的领扣。胜利领扣并没有阻止通货膨胀和 1974 年和 1975 年的经济衰退。这场经济衰退“是 20 世纪 30 年

---

① Matusow, *Nixon's Economy*, p. 232.

② Matusow, *Nixon's Economy*, p. 232.

代以来最严重的一次”①。1975 年 1 月，失业率达到了 7.9%。对这场经济衰退的研究发现，衰退的压力直接导致超过 45 000 人死于心脏病、肝硬化和自杀。然而，在 1975 年的冬天，通货膨胀率终于从 12% 下降到 6%。经济在 1976 年春季开始复苏。

商品期货交易

美国通货膨胀引起的大宗商品价格爆炸对期货市场也产生了深远的影响，期货市场推出了新产品，以应对商品价格上涨时的投机需求。1967 年初，财政部开始阻止白银储备的流失，并取消了对熔化银币的禁令，对白银的投资随之开始。纽约商品交易所随即推出美国银元期货合约。该交易所于 1974 年开始交易黄金期货合约，此前对 1933 年实施的黄金私人所有权限制已解除。1975 年 1 月黄金价格为每盎司 174.50 美元。在那年秋天，它跌至每盎司 140 美元，但当通货膨胀再次出现时金价也再度上涨。此时外币也吸引了投机者的兴趣。1967 年，米尔顿·弗里德曼——芝加哥学派的经济学家——曾试图出售 300 000 英镑，因为他相信英国将会允许其货币贬值。银行拒绝了这项交易，因为只有富有的个人和大型机构才允许在银行间货币市场进行交易。后来英镑确实贬值了，弗里德曼失去了从中投机获利的机会。这激怒了这位经济学家，他急切地协助芝加哥商品交易所组织外汇期货交易。这个交易所，即芝加哥国际货币市场，于 1972 年 5 月开始运作。布雷顿森林协议在布雷顿森林体系解体后失效，外币价格上下震荡，而交易所允许小型和大型交易商对货币价格进行投机。1970 年，纽约国际贸易交易所作为旧产品交易所的继承人，也曾尝试建立货币期货市场但并未成功。纽约商品交易所于 1974 年开始交易外汇期货合约，并小有成效。

20 世纪 70 年代经历的通货膨胀对期货交易是一大利好。1973 年，一个纽约证券交易所席位售价仅为 95 000 美元，而芝加哥商品交易所的一个席位售价 112 500 美元。期货合约成交量从 1970 年的 1 360 万份增加到 1976 年的

---

① Solomon, *International Monetary System*, p. 307.

3 300 万多份。期货市场甚至受到好莱坞的关注。1974 年芭芭拉·史翠珊主演了一部电影，内容就涉及了通过买卖猪肉期货合约赚钱。

商品期权

1936 年通过的《商品交易所法》禁止商品期权在指定的“受管制”商品上进行交易。这就造成了监管结构的空白，因为商品期权可以在不指定的商品上进行交易。这些不受管制的商品包括白银、后来的黄金以及外国货币和所谓的全球商品，如咖啡和糖，它们对通胀压力作出了强烈反应。商品期权是不受管制商品价格急剧上涨投机的理想工具。商品期权只需要有限的投资，即期权费。商品期权给投机者提供了很大的杠杆。哈罗德·戈德斯坦（Harold Goldstein）生活在加利福尼亚，是一个年轻的商品期货交易员，他在 1971 年的《商品交易法》中发现了这个漏洞。他创办了一家名为戈德斯坦·萨缪尔森公司的商品期权公司，并向公众出售这些期权。戈德斯坦是这次行动的幕后策划者：从来就没有过萨缪尔森这个人。戈德斯坦的启动资本仅有 800 美元和一张美国运通卡，但他的想法很快就被证明是成功的。在不到十八个月的时间里，戈德斯坦·萨缪尔森公司拥有了超过 100 个分支机构和大约 1 800 名经纪人。该公司的一年的总收入为 4 500 万美元。这超过当年美林公司收入中与大宗商品相关的全部收入总和。

戈德斯坦用高压销售的技巧向无数并不成熟的投资者出售期权。然后灾难酿成。上涨的价格给那些不成熟的顾客带来了巨大的利润。然而，戈德斯坦·萨缪尔森，未能对冲其头寸，无法执行所卖出的期权。SEC 要求戈德斯坦·萨缪尔森的“裸”期权在出售给公众之前必须根据《联邦证券法》的监管进行注册，随后该公司宣布破产。俄克拉荷马州和加利福尼亚州的证券委员会对戈德斯坦和他的公司采取了额外的行动。戈德斯坦被判入狱，但获释后他还继续从事其他欺诈活动。戈德斯坦·萨缪尔森公司的倒闭导致其客户数百万美元的损失。许多其他的大宗商品公司都试图模仿戈德斯坦·萨缪尔森。SEC 和国家证券管理机构终于开始限制这些公司，不再允许它们销售商品期权，但这些管制都是在公众客户遭受了进一步亏损之后才实施。

“杠杆”合同是监管机构面临的另一个问题。这种产品是为贵金属价格上涨而设的。杠杆合同本质上是针对贵重金属和外汇的分期付款销售合同。SEC对出售这些合同中最大的公司提起欺诈诉讼。这家公司是加利福尼亚州的公司，名叫太平洋海岸硬币交易所，后来更名为国际货币交易所（Monex International）。

1974年《商品期货交易委员会法》

商品交易所监管局（CEA）在处理商品期权和杠杆合同问题上的无能，以及20世纪70年代初期大宗商品价格的价格爆炸，引起了公众对该机构的关注。在Des Moines Register上刊登的一系列文章声称，CEA缺乏效率，商品交易所出现了许多操纵价格的行为但并未被监管。这些指责直接导致国会举行听证会，并讨论提出新的立法去规范商品期货交易。国会从听证会上得出结论，商品交易所监管局没有足够的资源来监管期货业，交易所方面也没有执行监管局制定的规则。

根据国会的报告，农业部监察长发现，非竞争性交易行为在交易所经常发生。监察长发现的证据表明，客户的订单往往被交易所暗箱操作执行，交易所还有众多其他交易权限的滥用。一位国会议员指出，一些不成熟的投资者往往会被交易所“剪羊毛”，交易所盗走了他们的储蓄。“市场规模已经扩大了两倍，但监管能力不足导致这样的事件时常发生，因此我们需要一个更大、更有效的监管机构监管，类似于SEC。”①

许多商品期货合约，包括白银、黄金、咖啡、糖、可可、胶合板和外汇，都是不受管制的。当时正在计划推出的还包括住房按揭贷款的期货交易，除非修改《商品交易法》，否则这一产品也不会被纳入监管范围。为了纠正现有条例中的这些缺点，国会在1974年通过了《商品期货交易委员会法》。法案创造了一个新的监管机构——美国商品期货交易委员会（CFTC），类似于SEC的组织形式。这项立法将所有商品——无论哪种商品——都置于《商品

---

① U.S. Congress, 120 Cong. Rec. H2928, 1974.

交易法》的监管之下，从而结束了期货交易管理分割不协调的状况。CFTC 拥有对所有商品品种的商品期货和商品期权交易的专属管辖权，唯一的例外是此前对洋葱期货交易的禁令仍然有效。此前禁止对受限商品进行交易期权的禁令大部分在 CFTC 法案中得到延续。国会还进一步确定，CFTC 还将被授权对其他商品期权进行专属管辖。相应地，以后将由《商品交易法》取代各州和联邦证券各项法律，来规范商品期货和期权市场。美国商品期货交易委员会被授权向违反《商品交易法》的公司处以高达 100 000 美元的民事罚款。

在一次 CFTC 的听证会上，与会者就交易所的场内交易者是否可以在为自己的账户进行交易的同时还可以执行客户订单，进行了辩论。这种“双重”（身份）交易的做法在历史上是允许的，因为它有助于市场的流动性。但令人担心的是，交易员在执行客户的交易指令时，也会以自己的账户进行交易，这导致交易员可以直接从客户的交易中获利。关于这个问题的辩论陷入了僵局。美国商品期货交易委员会被授权对业内的实际操作进行研究，来确定这种行为是否应该被允许。CFTC 的后续研究表明，双重交易应该得到允许，只要有适当的监督。CFTC 在接下来的几年中努力增强被称为“逐位审计”的体系，以便更好地监督交易行为和监测是否有滥用权限的违规行为的发生。CFTC 试图将交易所发生的每笔交易指令传输至交易所的时间及其执行时间都进行记录，打上“时间戳”，从而有限实现逐位审计。但是有些品种（Pits）的巨大交易量导致这种逐位审计非常难以实现，CFTC 花费了好多年的时间仍然无法成功实现这种审计方式。

1974 年进行听证会并立法和创设商品期货交易委员会时的另一项担忧是偏低的期货保证金要求。研究认为，赌徒们利用期货交易来进行商品价格投机。交易所方面却成功地辩护认为保证金并不是用来控制投机甚至保护个人投资者的。相反，期货保证金是为了另一个目的，那就是保护经纪人和违约者。国会同意了交易所的这一观点，并驳回了 CFTC 对于期货合约保证金的监管要求。

国际金融

国际贸易持续增长，开始成为国家之间竞争的焦点。到 1970 年时，关贸

总协定谈判已进行了六轮。这包括了 1947 年的日内瓦回合，以及在 1964 年开始于 1967 年结束的肯尼迪回合。东京回合谈判从 1973 年一直持续到 1979 年。[1] 在 20 世纪 90 年代的乌拉圭回合谈判之前，日内瓦回合和肯尼迪回合谈判是关贸总协定谈判中最重要的两轮谈判。

地方财政

市政融资规模不断扩大，地方政府对扩大收入来源的需求日益增长。销售税、财产税和所得税是财政收入的主要来源。但这些还远远不够。1963 年，新罕布什尔州是第一个利用彩票来增加收入的州。这种做法很快被许多其他州模仿。但有时候，寻找新的收入来源的措施显得非常过分。1971 年罗德岛州立法会议员伯纳德·格拉斯通（Bernard Gladstone），试图在州内对每一次性行为收取 2 美元的税。格拉斯通宣称，基于对州内男性居民的调查，他的税收政策将至少带来每人每周 2 美元的财政收入。不久，反对格拉斯通的"低级趣味"的声音便迫使他撤回了提议。[2] 市政债券开始发行于 20 世纪 70 年代，包括税收预期票据（TAN）。这些是使用预期将会收到的税收或其他确定性来源收入进行偿还的票据。工业发展债券也很受欢迎，它被设计用于为那些能够带动本地经济发展的私人企业进行资金支持。但是市政当局对这些债券不负担偿还责任。道德义务债券（moral obligation bonds）是纽约州州长尼尔森·洛克菲勒（Nelson Rockefeller）于 1960 年提出的，这个想法最初源于约翰·米切尔（John Mitchell）——他后来成为尼克松政府的总检察长。米切尔的想法是，可以设立公众企业公司，由其发行住房债券或其他债券，而这些债券是由所资助项目的收入进行偿还，而不是来自国家的税收或其他收入。这样就避免了必须获得选民对债券的批准的必要性。大多数州要求选民授权政府承担偿还债券的责任，但由于工业发展债券的偿还并不是州政府的责任，所以不需要批准。[3] 这也意味着州政府没有法律责任对其发行的这些债

---

① Peter B. Kenen, ed., *Managing the World Economy: Fifty Years After Bretton Woods*, p. 36.

② *Time*, January 25, 1971, p. 10.

③ Cary Reich, *The Life of Nelson A. Rockefeller: Worlds to Conquer*, p. 535.

券还本付息，只是道义上的义务。纽约州还使用了其他的创新融资技术，比如其出售预期收益债券和 BANS（债券预期票据），所有这些债券都将使用预期未来会获得的收入来进行偿还。

1966 年，纽约州经历了一次周期性的财政困难，政府曾请求银行施以援手。但这次危机并没有减缓城市开支增长的速度。纽约的预算增加了三倍多。1965 年至 1975 年，该市的支出从 33 亿美元增加到 110 亿美元，城市的再融资出现困难。纽约政府的一些支持者倾向于把政府自己的问题归咎于其他人。拉尔夫·纳德的一项研究声称，信贷机构给予了纽约政府不公平的信用评级。纳德指责这种信用评级增加了城市的融资成本，降低了其债券的市场价值。纳德认为，纽约有良好的资信水平，其中房地产税是城市债务总额的两倍这一点就是很好的证明。当时，纽约通过 BANS、TANS 和 RANS 等类型的债券融资超过 3 000 万美元。

纽约市政府危机

危机开始于 1974 年，当时承销纽约市政债券的银行在一次发行中有金额 5 000 万美元的债券未能售出。银行不得不自己承担这部分损失。在经历了这段遭遇后，银行向纽约市政府表示将不再承销全额包销的债券项目。虽然纽约市在 1975 年初还能够借到 130 亿美元，但它的信用已经开始丧失。1975 年 5 月，市长 Abraham D. Beame 和州长 Hugh Carey 向联邦寻求援助。纽约市还取消了 2.6 亿美元的税收预期票据的发行计划，原因是城市审计官无法确定城市未来是否还有足够的房产税收入来偿还债券。纽约市 1975 年一期 9 亿美元规模的债券发行中，只有一半的债券最终得以售出。

纽约市政府面临破产。在大选前十三天 SEC 指控 Beame 曾误导债券投资者，未公布城市所面临的财务问题，这最终导致市长 Beame 竞选连任的失败。随后纽约成立了一个名为“巨无霸”（Big Mac）的市政救援公司来拯救这个城市。巨无霸公司将为纽约市发行新的债券，这些债券将由城市税收担保并由纽约州政府管理。菲力克斯·罗哈廷（Felix Rohatyn）负责管理巨无霸公司。他是 Lazard FRèRES 公司的合伙人，还是负责处理证券业后台处理能力危

机的纽约证券交易所委员会的主席。但纽约市的信用状况非常糟糕，甚至连巨无霸债券都很难出售。这个新实体曾试图通过长期债券筹集30亿美元来为城市短期债务再融资，但难以完成。为此纽约州通过立法成立了紧急财务控制委员会，授权其指导纽约市纠正预算问题。这有助于该市筹集足够的资金继续运作,[①] 但市场对纽约市的财政偿还能力仍然存在疑问。纽约还面临另外的10亿美元债务到期，必须进行再融资。

纽约市政府由于在1975年10月获得纽约教师退休基金1.5亿美金的捐款，而得以暂缓违约。仅这点资金还远远不够。纽约市在1975年10月向联邦政府寻求援助，但福特政府在批评该市的消费习惯后将此请求搁置一旁。《纽约日报》发表其简练的标题：《福特对纽约市说：去死吧》。福特总统最终还是放弃了自己坚持不救助的态度，要求国会批准23亿美元的短期贷款以援助纽约。这一措施使城市恢复元气，债务结构得到重组。1975年11月15日，纽约通过了《延期偿付法》，冻结了该市短期票据16亿美元的本金支付，期限为三年。纽约州政府设计了一揽子68亿美元的救助方案，其中包括用州养老金来购买其债券。

到1975年，纽约市的问题已经扩散到州政府。纽约州的开支和城市一样奢侈无度。除此之外，尼尔森·洛克菲勒州长还花费数十亿美元在奥尔巴尼修建了一个大型政府大楼综合体，作为政府纪念碑。挥霍带来税收的增加从而最终削弱了纽约的经济。在纽约市金融危机爆发后，州政府的债券销售也难以为继。州政府多家机构的未到期债券都面临违约。1975年2月，洛克菲勒州长为帮助建设低收入住房项目而出资组建纽约州城市发展集团，但之后拖欠了部分债务。州政府最终通过救援使其恢复了元气，但州政府的其他机构也迫切需要资金支持。纽约州最终避免了进一步的违约，但它的财政状况远远谈不上健全。纽约州继续挥霍无度并提高税收。在20世纪末，该州的税收比其他州的平均水平高出63%。成千上万名纽约人为了寻找更为适宜的环境而逃离。当然，这不是一个新出现的问题。富有的纽约人早在19世纪就曾

① Wilson, *The Chase*, pp. 264-66.

经离开本州以逃避高税收。西奥多·罗斯福在竞选纽约州长时也感到尴尬，他私下透露自己住在华盛顿，目的是为了逃避纽约的税收。

市政债券的监管

其他州政府也都在扩大支出。市政债券的承销金额从1959年的70亿美元增加到1974年超过220亿美元。1970年，约有900家公司从事市政债券业务。《格拉斯—斯蒂格尔法案》禁止银行从事证券活动但并不适用于大多市政债券，因此在这一领域，银行可以作为承销商。承销商数目的增长导致一个大规模市政债券二级市场的形成。大约125家公司控制着市政债券的承销和交易。《联邦证券法》豁免了市政债券的注册程序，所以对于市政债券公司基本上没有监管。因此，银行和其他机构可以在未经SEC注册的情况下出售市政债券。然而，SEC表示其有权制止与市政债券有关的欺诈行为。从1970年到1975年，SEC在市政债券交易中查出了许多诈骗案。SEC还发现多种违规现象，包括暗中加价，仅以佣金收入为目的而忽视客户利益的交易和高压销售。许多公司采用高压销售来推销市政债券，将其出售给那些并不了解这一市场的客户。

为了制止这些弊端，1975年，国会通过了《1934年证券交易法修正案》，要求市政债券交易商进行注册。行业自律组织市政债券规则制定委员会（MSRB）成立，由代表证券公司、银行和公众的成员组成。MSRB被授权负责制定市政债券交易买卖的规则。SEC有权在最终立法生效之前适用并执行这些规则。全国交易商协会和银行监管当局也根据市政债券交易法规具有监管权。尽管进行了这些改革，各级政府的财政仍然遇到困难，其中一些最终进行了结构性债务重组。1978年，由于一个愤怒的纳税人霍华德·贾维斯（Howard Jarvis）领导了一起反抗缴税的行动，加利福尼亚州通过了第13号提案。该法案要求减少57%的财产税，这将导致加州政府在未来几年中不得不压缩政府开支，并最终导致奥兰治县的财政状况崩溃。克利夫兰政府也在1978年12月违约了1 400万美元以上的债务。

美国政府债券

美国政府证券市场是另一个快速增长的领域，该领域正受到借款增加的推动。期限短于一年的短期国债（bills）仍然采用折扣方式发行。超过一年但不到十年的中期国债（notes）以附息票据的方式发行。长期国债（bonds）同样以附息债券方式发行，但期限更长。从 1977 年开始，财政部开始发行期限为 30 年的长期债券。财政部继续采用拍卖的方式来售出政府债券。每期债券发行时，都会有多家国债交易商竞价投标。中标的最低价将作为本期发行全部债券的价格。

还有其他政府机构也发行债券和票据。它们包括大宗商品信贷公司、进出口银行、农场主房屋管理局、商事海洋管理局和田纳西河谷管理局。成立于 1917 年的联邦土地银行发行债券融资来为农场主和牧场主提供抵押贷款。12 家联邦信用中介银行为信贷协会和其他一些金融机构提供贷款和贴现票据，并向农民提供定期贷款。这些银行发行的债券的面额一般是 5 000 ~ 500 000 美元。根据《农业信贷管理法》运作的银行合作社也发行类似面值的债券。

于 1938 年创立的联邦全国住房按揭贷款协会（一般被称为房利美）通过发行债券和短期贴现票据来为联邦住房管理局提供（FHA）保险并由退伍军人管理局（VA）担保的住房按揭贷款提供融资。政府全国住房按揭贷款协会（GNMA）于 1968 年从房利美分离开来。吉利美（GNMA）后来成为住房和城市发展部（HUD）的一部分，房利美则成为政府支持的私营企业。吉利美发行的票据代表了联邦政府所担保的抵押贷款池中的权益。该池中的住房按揭贷款是由 FHA、VA 和农场管理局等机构发放的。买入 GNMA 票据的投资者从票据所涵盖的抵押贷款还本付息中获得每月利息和本金。通过以吉利美过手票据（pass - through certificates）的方式来出售抵押贷款，政府可以获得资金来继续发放抵押贷款。吉利美票据在 1975 年时是市场上非常流行的投资品种。家庭贷款银行董事会于 1970 年创建了联邦住房按揭贷款公司（房地美 Freddie Mac），该公司负责出售代表传统的住房按揭贷款权益的过手证券。房利美于 1938 年创立，目的是发展全国范围的储贷协会发行的房屋按揭贷款二

级市场。房利美在1968年被改造为一家私营企业。房地美随后于1989年成为私营企业，但仍然受到住房和城市监管部的监管。萨利美（Sallie Mae）学生贷款营销协会，创建于1973年。萨利美的股票被出售给大学和金融机构。这家机构从银行购买由政府担保的学生贷款。这些贷款在打包后出售给投资者，从而可以获取更多资金来继续发放贷款。

第4节　衍生品市场的扩张

芝加哥期权交易所

芝加哥期权交易所（CBOE）于1973年开始运营。它是贸易委员会研究了将商品期货交易原则应用于证券期权的可行性之后的产物。委员会研究认为，股票的标准期权合约可以以类似于期货合约的方式在交易所进行交易，因此就有了CBOE的建立。通过设立一个清算所居中作为在交易所中交易的每个期权合约的买方和卖方，完成期权交易。交易所的居中交易以及交易合约的可替换性使得期权二级市场可行，这些期权的购买者可以用之对冲持有的股票头寸或者对价格走势进行投机。根据相关底层证券的市场价格变动以及期权时间价值的衰减，可以确定期权价值的变动从而导致其价格随之调整，期权的买方或卖方可以简单地在此价格上通过平盘结束合约来实现损益。

在创建芝加哥期权交易所之前，股票期权一度存在难以监管的问题。国会在1929年股市崩盘之后的调查中发现，“给予辛迪加集团的期权……已经触及了市场操纵行为的底线，因为授予这些期权允许市场操纵者以最小的财务风险进行大规模的市场操纵。”① 最初起草的《1934年证券交易法》禁止所有股票期权合约。纽约市的买方和卖方期权经纪人和交易商委员会敦促国会不要采取这么大的动作，因为股票期权已经成功使用了200多年。据说股票期权对市场有稳定的作用，并且可以作为投资者的保险。由于这一证词，国

① U. S. House, H. Doc. 1383, 73d Cong., 2d sess., 1934, pp. 10 - 11.

会决定不禁止期权交易。相反，《1934年证券交易法》授权SEC监管期权交易。

在芝加哥期权交易所设立之前，场外交易市场已经开始有少量的股票期权交易。在20世纪60年代，这项业务大部分是由1934年时组成的买入卖出期权经纪和交易商协会的25名成员进行的。这是一个小市场，逃过了监管部门的注意，但是在芝加哥期权交易所的建议下，SEC决定对其进行监管。SEC认定期权也是一种证券，因此要求CBOE结算公司——后来更名为期权清算公司（OCC）——根据《1933年证券法》向SEC注册其发行的期权。这要求期权清算公司提供描述期权交易的机制和与此类工具相关的风险的招股说明书。SEC还施加了其他监管限制。它要求芝加哥期权交易所在开始时采取“试点”的方式，而芝加哥期权交易所同意将其最初交易期权的股票数量限制为16只。芝加哥期权交易所还规定期权的基础股票必须已经在证券交易所上市，以确保基础证券具有广泛的市场，而且期权交易者也无法对该证券（的价格）进行操控。

不同于证券交易的专家（做市）系统，芝加哥期权交易所实施了“做市商”制度。在“做市商”制度下，会有几名相关的交易所会员在一个期货风格的交易柜台中以公开喊价的方式，通过自己的账户在竞争性拍卖市场上进行交易。与期货交易所不同，期权交易所的做市商必须承担起连续性双边做市的义务。而与证券交易所不同的是，期权交易所没有（做市）专家来维护自己的限价指令记录。相反，每只期权都会由一个自身并不参与交易的“交易所经纪人”来维护公开的限价交易指令记录。这些交易所经纪人后来被称为指令记录官员，它们的身份是交易所员工而不是交易所的会员。这些记录官员充当了交易专家的代理职能。期权交易所的“场内经纪人”可以为客户执行订单。但不像期货交易所，期权交易所的场内经纪人在执行客户订单时不能同时为自己的账户进行交易。后来，对于一些交易活动很少的期权，交易所会指定一名核心做市商，核心做市商同时担负着做市商、场内经济人和订单记录官员三方的职责，其职能更加类似于证券交易所的（做市）专家。

芝加哥期权交易所于1973年4月26日开始交易。其第一天的交易量只有900多手期权合约，但增长很快。1973年全年交易量超过一百万份期权合约。接下来的十年内，其每日交易量将会达到五十万张合约。芝加哥期权交易所的成功迅速带来了竞争。美国证券交易所（AMEX）宣布计划在1974年开设期权交易，但SEC正在努力创建一个中央市场体系，它拒绝美国交易所推出期权交易，并阻止芝加哥期权交易所的进一步扩张，直到两个交易所同意成立期权交易所的中心市场系统。SEC希望建成统一的期权清算系统和报价系统。AMEX和CBOE同意将OCC作为参与期权交易的交易所共同拥有的统一结算机构。它们还同意成立一个由它们共同拥有的期权价格报告监管机构（OPRA）来管理一个统一的报价系统。此后，期权交易才被允许扩张。

随后更多的竞争对手相继出现，费城和太平洋证券交易所也开始推出交易期权。这些交易所和美国证券交易所（AMEX）一样利用其（做市）专家系统来交易期权，而不是CBOE使用的期货/证券混合系统。费城证券交易所向市场推出货币期权，并作为其未来几年的主要产品。纽约证券交易所在1985年以前没有推出上市交易的期权，因为它对这种新产品的价值持怀疑态度。后来，在意识到这些期权正在构成竞争威胁之后，纽约证券交易所也试图进入期权市场。但是，当时监管机构对在相同的交易所上交易股票和期权的“背对背”交易已经有所担忧。SEC后来对背对背期权交易进行了研究。到1985年，它允许纽约证券交易所推出期权交易，但要求股票和期权在不同的交易所进行交易。这并不是纽约证券交易所的成功。SEC推迟了关于是否允许同一股票的期权在多个交易所上交易以及是否允许场外期权交易的决定。SEC后来也允许了在不同的交易所多重挂牌。场外期权交易也最终被标准化，并开始在后来的几年中为CBOE带来了更多的竞争。即使如此，CBOE依然主导股票期权交易，它在1990年占到股票期权交易量约60%的份额。

期权交易的系列问题

交易所的股票期权交易引发了人们对投机和客户保护的担忧。仅仅支

付很低的期权费就可以获得巨大的杠杆，期权很容易被投资者滥用。SEC收到若干投诉后，于1977年7月18日宣布将对交易所交易的期权进行全面调查。SEC也暂停扩大期权交易品种范围，直到它们完成对其进行的研究。SEC进行的期权市场特别研究持续了一年多，从中发现许多问题。其中一种滥用的方式是“虚假交易”（chumming），涉及在新的期权合约中进行的虚构交易，以造成流动性很好的假象。这种海市蜃楼式的造假方式旨在吸引投资者进入新的市场。期权研究还发现投机者企图操纵期权的基础股票资产价格，例如利用“老鼠仓”（front - running），在股票的大宗交易发生之前先增持大量的期权头寸，随着大宗交易对股票价格带来的影响而从期权头寸上获利。

SEC的期权研究发现存在大量的不当销售行为。销售人员招揽了大量并不了解期货产品也没有准备好承受相关风险的客户来进行期权交易。通过仅仅夸大其盈利性的误导性宣传来诱使客户进行期权投资，许多期权交易的建议实际上并不合理。销售人员还经常采用“兜售专家”的做法，声称公司的期权专家可以确保盈利。其他高压销售策略还包括“搅动”策略，通过让客户的账户进行大量无必要的交易只为获取佣金。SEC还另外关注对于“深度价内”或“深度价外”的期权交易。这些是指行权价大幅度偏离基础证券的市场价格的期权，这意味着这种期权很难盈利。但这类期权的期权费非常低廉，所以它们是进行投机的理想工具，当基础证券的价格突然大幅波动时，期权可以给持有人带来巨大的利润。

期权交易所同意暂停扩张，直到可以遏制SEC研究报告中发现的各类违规情况。除此之外，SEC和芝加哥期权交易所还通过了限制深度价外期权交易的规则。此后，监管机构终于允许增加交易所交易期权的品种，投资者参与交易的兴趣也快速增长。在短短几年内，交易所交易的期权成为证券市场的重要组成部分。

大宗商品期权

新成立的商品期货交易委员会（CFTC）还遇到了大宗商品期权的问题。

一旦 CFTC 取代各项证券法规来直接监管商品期权，被 SEC 和各州的证券管理人员限制的电话交易所（boiler room）就可以自由恢复业务。哈罗德·戈德斯坦（Harold Goldstein）出售的“裸”商品期权给大宗商品期权带来了坏名声，但期权公司很快推出了它们称之为“伦敦”商品期权的新产品。这些都是在伦敦市场上出售的商品期权。其中一些期权据称由伦敦的国际商品交易中心（ICCH）担保。其他伦敦期权则是在伦敦金属交易所买入的。这些期权合同并非由任何一家清算中心来提供担保，但违约的情况却很少发生。在美国销售的伦敦期权的卖点是，它们减轻了投资者对再出现萨缪尔森·戈德斯坦式崩溃的担忧，它们认为地处伦敦的伦敦金融交易所或伦敦金属交易所可以确保履约。但实际上，伦敦期权的担保并没有扩大到美国的个人客户，只适用于伦敦的经销商。此外，在许多时候，在美国出售的伦敦期权并非真的从伦敦买入或售出，美国的交易商直接将其置于公司内部直接平盘。随着商品价格上涨，期权公司获得了巨大的成功。它们广泛地利用欺诈和高压销售策略向非专业客户销售伦敦期权。CFTC 最初试图通过制定反欺诈法规来管理这些公司。后来，CFTC 要求出售商品期权的人士向 CFTC 注册并满足一定的净资本规模要求。但这些监管要求由于诉讼而推迟了其实施时间。在 CFTC 的法规通过并生效后，商品期权交易商却对其置之不理，它们并没有被联邦政府的这个新成立的小机构吓倒。SEC 曾经取消的老式商品期权公司死灰复燃，首先出现的是位于犹他州盐湖城的美国期权公司。在 CFTC 获得监管权之前，它是由犹他州的州证券委员会密切监管的。在 CFTC 取代证券监管机构的监管之后，美国期权公司却开始在全国范围销售期权。CFTC 提出的第一项禁令便叫停了美国期权公司的销售。CFTC 提出的另一项禁令是针对美国海外贸易公司的，这家公司也被要求不得再开展期权业务。CFTC 又将矛头指向一家在纽约经营的公司 J. S. Love&Associates，认为其业务充满各种欺诈行为并终止其期权业务。此后还有陆陆续续其他案例。

有一名已经被证券行业禁入的经纪人投入 2 000 美元建立了一家商品期货公司。公司的销售额很快就达到每年 5 000 万美元。该公司的电话账单每月花费 15 万美元，其销售人员通过录音电话高压销售的方式拉入新的客户。另一

家伦敦期权公司也因欺诈而闻名。劳埃德·卡尔公司像戈德斯坦·萨缪尔森公司一样，通过使用电话交易所高压销售模式，迅速成为美国最大的经纪公司之一。在一家劳埃德卡尔公司办公室，一名穿着合体西装的办公室经理在交易大厅里走来走去，并不停地激励销售人员。另一位办公室经理穿着超人的道具服装。此外还有一位经理在用汽车上的无线电装置窃听销售部门的工作。如果他发现一个推销员做了呼叫客户以外的事情，便会将鞋子在地毯上摩擦产生静电来电击刺激这名销售。每当一笔销售完成时，会有钟声响起，办公室里的氛围就像马戏团一样。

1977年2月，CFTC在波士顿发布禁令，限制劳埃德·卡尔公司不得再开展业务，认为它没有按规定注册。劳埃德·卡尔公司上诉称CFTC拒绝了它的注册申请，地方法院法官因此否决了CFTC的强制禁令。劳埃德·卡尔公司在法庭上还对CFTC的期权业务监管权提出挑战。这在一定程度上阻碍了CFTC的禁令生效，但CFTC最终从密歇根州联邦法院获得了针对该公司的反欺诈禁令。但劳埃德·卡尔公司无视法庭的命令，并继续进行欺诈活动。该公司的持有人因藐视法庭判决而被捕，但他在支付了10万美元的保释金之后获释，后来通过对他的指纹进行识别，确认他名为艾伦·亚伯拉罕（Alan Abrahams），曾在新泽西州犯下重罪但后来越狱失踪了。亚伯拉罕曾经因为伪造支票而被定罪，他还被控假释违规和护照欺诈。在密歇根州逃脱追捕后，亚伯拉罕从国内转移出境300万美元，并将头发染色来改变身份。他使用伪造的身份四处躲藏，但最终在佛罗里达州被联邦调查局逮捕。亚伯拉罕聘请了知名的刑事辩护律师李·贝利来为他辩护，但律师施展各种手段也不能阻止亚伯拉罕被关回监狱。在这件事之后，国会要求CFTC注册申请人提交指纹。这项要求旨在阻止任何其他类似劳埃德·卡尔公司的丑闻发生。

1978年，伦敦期权销售额每年接近10亿美元，其中大部分是欺诈性的销售业务，但CFTC没有足够的资源来进行监察。事实上，CFTC正在与期权欺诈的抗争中节节败退。CFTC在1977年收到约600件因被欺诈性商品期权业务损害而要求赔偿的相关案件。1978年，CFTC对期权公司进行了200多次调查，并合计花费了超过五十年的工时来解决与期权相关的问题。1978年6月，

CFTC 只能放弃逐一审查并要求全面暂停商品期权交易。这意味着除了“商业”期权和某些特定的“交易商”期权外，其他期权全部被终止交易。“商业”期权是指企业为商业目的使用的期权。“交易商”期权由资本雄厚的大型公司销售，从而可以向客户提供行权保障。期权交易公司受到 CFTC 的严格监管，但是它们并没能长期运作，很快从市场上消失了。

延期交割合同

随后的立法确认了 CFTC 对期权交易的禁令。然而，CFTC 仍然需要继续面对场外交易的期权和与之类似的其他金融工具的问题。曾因 CFTC 停止其期权交易而失去业务的那些商品期权公司开始交易那些它们称为“未来交割”或“递延交割”的远期合约，根据《商品交易所法》，这种合约不需要受到监管。但实际上，这些远期合约只是通过相同的欺诈性销售技术以新名称出售的期权。CFTC 就销售所谓的延期交付合约向 60 家公司和一百多人提起限制展业的诉讼。这些公司大多位于加州南部和佛罗里达州。许多电话销售点集中在被监管机构称之为“Maggot Mile”的位于迈阿密的一个特定区域。那些电话销售点的业务规模很大。佛罗里达国际黄金交易所的倒闭导致大约 25 000名客户亏损了 7 500 万美元。另一起倒闭涉及北美金条储备公司，损失达数百万美元，后来发现它所谓的资产只是一些外表涂上黄金的木条。

在期权销售暂停之后，CFTC 打击的延期交货公司中有一家是由一名业内老手指导其业务开展的公司。哈罗德·戈德斯坦因为裸期权欺诈而被释放后不久便参与了另一场涉及“金精矿”的欺诈行为，随之他又被送回了监狱。戈德斯坦再次被释放后，在洛杉矶设立了一家叫作 CoPetro Marketing Group 的公司。他声称是出售不受 CFTC 管辖的“提前付款”合约。这些合约宣称会进行汽油的实际交割，但实际被出售给没有能力进行交割的小投资者。由于汽油价格持续上涨，该投资受到追捧。CFTC 后来起诉认为这一合约实际上是期货合约或期权。加利福尼亚州联邦上诉法院支持了 CFTC 的观点。哈罗德·戈德斯坦一而再再而三地犯罪，他还是其他几个骗局的策划者，其中包括一起涉及建立离岸银行的骗局。戈德斯坦向客户提供贷款，但客户需要先存入

一笔钱，然后可以获得低息贷款。戈德斯坦收到客户的存款后，再从他虚构的银行向客户发出银行本票。戈德斯坦签发的支票不可避免地被拒付。监管机构在1981年最终在一艘偷来的携有武器的游艇上抓获了这名洛杉矶商人还有他的妻子。

尽管戈德斯坦这类人带来了如此多的问题，但显然期权有期货无法替代的优势，吸引着投资者。除此之外，商品期权的购买者的损失仅限于期权费和佣金。业内人士认为，通过禁止销售裸期权和改进销售方式，真实的期权交易是可以开展的。像期货和证券期权一样，商品期权应通过可以确保其履约的清算所来出售。期权的销售行为可以通过财务健全的交易所会员公司进行监管，并同时受到创建于1978年的等同于NASD的全国期货协会（NFA）和交易所的监督。CFTC同意这种想法并授权期货交易所从1981年开始实行商品期权三年试点计划。CFTC采用了多项监管要求，以确保试点方案有效。这些规则包括必须给予客户的特定风险披露和对客户资金使用和处置的限制。试点计划最终成为永久性的。今天，商品期权成为商品交易所业务的重要部分。

杠杆合约是CFTC面临的另一个问题。这些合约的运作方式就像分期付款的投资者预付定金一样。营销这个概念的领导者Monex International在20世纪70年代发展成为10亿美元的业务。在成立CFTC之前，Monex一直是SEC一项反欺诈案件的调查对象。在追查这一案件的过程中，国会将杠杆合约的独家管辖权给了CFTC。CFTC和SEC联手完成了这次案件调查，此后CFTC开始大力调整杠杆合约。

这些合约交易中包含侵权违规的行为，因此CFTC在1984年暂停该类业务继续扩大交易规模。此后，CFTC的结论是，杠杆合约应该像期货合约一样受到监管。这一看法受到国会的反对，并要求CFTC采取另一种监管方案，将杠杆交易视为不同于必须在交易所进行交易的期货合约的业务。随后CFTC发布了规范杠杆合约的规则。这些规定限制性很强，在这些合同中并没有发生实质性交易，市场逐渐消亡。

期货交易

期货业务也在不断改变。1966 年，芝加哥商品交易所允许第一名女职员进入交易大厅，随后更多的女性进入这一行业。司法部就期货业的固定佣金模式发起了反垄断行动。此后，期货业委员会与司法部和解，取消了固定佣金限制。此后交易量猛增，在 1970 年成交了约 1 300 万份合约，到 1980 年已经超过 9 000 万份。但在 20 世纪 70 年代，期货合约并非没有问题。媒体报道说，一名可能被提名进入最高法院的人士在商品期货投机中获利 500 000 美元时，人们开始关注这一问题。此后纽约商品交易所缅因州马铃薯期货合约的操纵引发了一场更为惊心动魄的危机。此类合同以前遇到过问题。商品交易所监管局控告 P. J. taggares 有限公司操纵了 1971 年 5 月的马铃薯期货市场。此前，还有 Murlas 兄弟大宗商品公司操纵 1957 年 5 月马铃薯期货合约的先例。温和洛维特杂货公司还曾短期操纵过 1955 年 5 月的马铃薯期货合约。

20 世纪 70 年代纽约商品交易所在缅因州马铃薯期货合约的交易活动尤为频繁。CFTC 发现几个大的交易商在 1976 年 5 月合约快要交割时仍然持有大量仓位。这种行为非常反常，因为大多数期货合约在交割日之前就会平盘结束交易。更糟糕的是，在最后一个交易日，一个人进一步增加了 2 500 份多头仓位，总计超过 4 000 手多头持仓。缅因州马铃薯的可交割供货量最终不足以进行交割。结果，空头无法履行合同。大约 1 000 份合同出现了违约，涉及 5 000万磅马铃薯。这是商品期货交易史上最大的违约，震惊了市场。CFTC 进行了大规模的调查并起诉了几家公司以及参与了马铃薯期货操纵的几个人。Peter Taggares 和 John Simplot，这两个西方“马铃薯大王”被发现是这场灾难的中心。Simplot 占有所有在美国市场销售的爱达荷马铃薯（idaho potato）产品的 50% 的份额。Taggares 占有所有华盛顿的马铃薯产量大约 30% 的份额，他还是 Simplot 在华盛顿的一个大马铃薯农场的合作伙伴。美国商品期货交易委员会指控说，Simplot 和 Taggares 曾试图压低合同价格。Simplot 在交易中投入 100 万美元，并向缅因州发运了大量爱达荷马铃薯，以降低价格。纽约的几个长期交易员则认为，他们可以通过推高价格让 Taggares 和 Simplot 输个精

光。除此之外，期货多头还通过租用 Bangor&Aroostook 铁路的所有铁路车辆，限制缅因州马铃薯的交货能力。这是唯一能为五月马铃薯期货合约提供马铃薯的铁路。空头和多头之间的斗争变成了一场“斗鸡”博弈，比比谁胆小，结果由于缺少运输设备，大约 150 万磅的马铃薯腐烂在缅因州。

Simplot、Taggares 和其他一些交易员分别被 CFTC 施以不同时间期限的市场进入处罚。还有很多个人对这次期货交割违约提起诉讼，并最终告到最高法院。最高法院判决认为，商品交易所法允许受到违规行为伤害的交易员在联邦法院起诉要求获得损害赔偿[①]。违约还带来了其他影响。纽约商品交易所的马铃薯期货合约交易量下降了 43%。席位价格由 47 000 元下降至 5 000 元。另一个市场中断事件发生在 1979 年，90% 的投标马铃薯不符合合同要求。贸易商最终对缅因州马铃薯失去兴趣，这一期货合约被取消。纽约商品交易所还出现了其他问题。1980 年，CFTC 因其未能监测和执行银币和黄金期货交易的规定而对其罚款 20 万美元。但这个期货交易所也有一些正面的进展。20 世纪 70 年代石油价格大幅上涨为期货市场提供了机会。纽约商品交易所开始交易 2 号采暖油期货合约并且后来成为与能源相关期货的主要交易所。

大豆

来自得克萨斯州达拉斯的两个富有的贸易商在另一个期货市场的大豆期货上再度掀起波澜。1977 年春季，大豆的价格从每蒲式耳约 6 美元上涨至 10 美元以上。然后，CFTC 发现，纳尔逊·邦克·亨特（Nelson Bunker Hunt）和赫伯特·亨特（W. Herbert Hunt）通过家庭成员和家族企业的账户控制了约 4 500 份大豆期货合约。邦克和赫伯特是亨利·亨特的儿子，亨特是一个孤僻的石油富豪，身家数十亿美元，他以前也曾进行期货投机。亨特兄弟持有 5 月份交割的期货合约对应 800 万蒲式耳的大豆现货。而当时在芝加哥只有 1 000万蒲式耳的大豆可用于交割。CFTC 在芝加哥联邦法院提起诉讼，指控亨特家族超出了单个贸易商或联合行动人共同持有大豆合约的投机规模限制。

① *Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith v. Curran*, 456 U. S. 353 (1982).

亨特家族抵制了 CFTC 的行动，并坚称他们是各自为政并没有相互串联。然而，CFTC 发现他们有协同交易的模式，当其中一个家庭成员将达到个人的投机持仓上限时，一个新的家庭成员就进入市场开始交易。他们还以邦克的孩子的名义开设了多个账户。他们宣称自己是独立交易的主张无法令人信服。调查表明亨特家族的孩子以前从未交易过大豆。他的一个女儿住在阿拉巴马大学的一个女生集体宿舍里。邦克的儿子还是塔尔萨大学的一名大一新生，他们宣称他在男生集体宿舍里通过付费电话进行了数百万蒲式耳大豆的期货交易。亨特家族还有一名雇员负责加总计算全家的仓位，这证明了是亨特兄弟两人来直接关注加总合计之后的交易。亨特兄弟被 CFTC 要求不得再违反大豆投机限制，他们还同意向 CFTC 支付 50 万美元的民事罚款。上诉法院发现，这些违规行为是周密预谋的系统操作。库克工业是一家大型粮食企业，在这起大豆事件期间卖出大豆期货，与亨特兄弟的操作反向，公司因此遭受巨大损失最终被摧毁。

期货市场的其他问题

1977 年，因为巴西的咖啡作物遭到霜冻破坏，咖啡价格大幅上涨。哥伦比亚的洪灾、危地马拉的地震和安哥拉的战争进一步影响咖啡价格。咖啡价格从 1975 年 7 月的 55 美分一磅上涨至 1977 年 4 月的 3.55 美元一磅。CFTC 后来指控认为，哥伦比亚、墨西哥和巴西的一群咖啡种植者通过名为 Compania Salvadorena de 的实体机构蓄意拉高咖啡价格。纽约时报的一篇文章称巴西和萨尔瓦多的代理人还通过来自政府的 1 亿美元保证金去推高咖啡价格。这个计划被称为“中央公园运营”计划。《泰晤士报》报道说，因与 CFTC 的调查有关联，一名联邦官员甚至受到生命威胁。1979 年 3 月，芝加哥交易所（CBOT）的小麦期货合约价格大幅上涨。一小撮场内交易商在 3 月合约中持有多头仓位的 80%，是可交割小麦数量的 3 倍。CFTC 宣布市场进入紧急情况，并命令 CBOT 在第二天暂停所有合约的交易。CFTC 认为由于运输和仓库设施不足，这少量投机交易者的大规模多头头寸涉嫌操纵市场。此后 CBOT 禁止新开仓位，但允许未完成的合约平盘。CFTC 随后要求 CBOT 在合约剩余的

三个交易日内停止所有交易。但CBOT获得了联邦地方法院的强制令，并据此不理会CFTC的要求。虽然联邦第七巡回上诉法庭进一步裁定，CFTC的要求是正确的，并解除了此前的强制令。但此时，3月的合约已经过期。

20世纪70年代，通货膨胀率达到历史新高13%。“在内地的不发达区域，出现了新型的万灵油（sanke-oil）推销员，他们是世界末日言论的赢家。他们兜售黄金、钻石、艺术品、房地产、稀有金属、冷冻食品、霍霍巴豆，以及在下一次萧条时幸存下来的建议。他们宣称：‘放弃纸币。’”① 20世纪70年代的螺旋式通货膨胀催生出各类“世界末日邪教类书籍和文章”，“提醒美国人美元即将崩溃，并指导读者应该采取何种措施来保护自己。”② 这些建议通常涉及对商品、贵金属、钻石、艺术作品或其他价值膨胀类事物的投资。受到苏富比艺术品指数等指标的刺激，人们涌入与通货膨胀挂钩的各类投资，苏富比艺术品指数从1975年的100点增长到1980年的253点。一克拉钻石的成本从1970年的1 200美元升至1980年的65 000美元。黄金是用来对冲通货膨胀的最受欢迎的工具。黄金价格在1980年1月达到每盎司960美元。而仅仅三个月前，其价格为每盎司400美元。

白银危机

未来的自由党总统候选人哈利·布朗（Harry Browne）写了一本书，题目是《如何从货币贬值中获利》。这本书以及其他一些书籍建议投资贵金属和坚挺的货币，如瑞士法郎。投资者认同这种观点，贵金属价格大涨。银价从1979年8月的每盎司低于10.61美元，上涨至1980年1月的52美元一盎司。由于全球通货膨胀，导致了白银价格上涨，但同时其价格也受到赫伯特和尼尔森·邦克·亨特的影响，他们购买白银的数量前所未闻。亨特早在1973年就曾经尝试挤压白银市场，未能收效，但随后在1979年他们进行的白银交易震动了整个金融界。1979年8月1日，邦克·亨特拥有近2 100万盎司的银锭和硬币以及超过9 900份白银期货合约，后者对应4 600万盎司的白银现货。

① Lowenstein, *Buffett*, p. 232.

② Dana L. Thomas, *The Plungers and the Peacocks*, p. 323.

邦克的兄弟赫伯特·亨特拥有另外2 100万盎司的白银以及超过4 000份白银期货合约。亨特兄弟组建了国际金属投资公司，以购买更多的白银。在1979年8月之前，它已经累积了超过8 400份白银期货合约。该公司的其他股东还有沙特阿拉伯两位酋长谢赫·阿里·本·穆萨兰国和谢赫·穆罕默德·阿布德·阿穆迪。欧洲的另一批贸易商与亨特家族同步也在大肆收购白银。巴西公民纳吉·纳哈斯（Naji Nahas）是这批贸易商的领导人。他在儿童时就在埃及开罗市场的棉花期货中进行交易，并在咖啡期货的投机中获得第一桶金。纳哈斯集团通过瑞士银行进行交易，瑞士银行拒绝向CFTC披露其身份，理由是瑞士法律禁止这种披露。

亨特在1979年开始购买银行时是亿万富豪。据说尼尔森·邦克·亨特身价近30亿美元。赫伯特·亨特身价13.3亿美元。当持有的白银期货头寸的价值上升到近100亿美元时，他们的财富又一次大大增加。尽管拥有巨额财富，他们用来收购白银的资金大部分却来自借款。经纪公司为他们提供了数亿美元的融资。虽然美联储主席保罗·沃尔克（Paul Volcker）在1979年曾要求银行不得向商品市场的投机行为提供资金，但几家银行发放给亨特兄弟的贷款也超过6.5亿美元。花旗银行董事长沃特·瑞斯顿在1979年10月宣布不发放贷款用于投机。事实上，它已经借给亨特兄弟超过1亿美元助其进行白银投机。芝加哥第一国民银行也借给了亨特7 000万美元，达拉斯第一国民银行借给他们3 500万美元。包括达拉斯第一国民银行和另外29家其他银行的财团还借给亨特石油公司4.5亿美元，然后再由石油公司贷款给亨特兄弟进行白银交易。

亨特兄弟其中一个重要的融资来源是贝奇公司（Bache&Co.），该公司从曾经第二大的经纪公司下降到70年代的第七位。共同基金经理杰拉德·蔡（Gerald Tsai）在1978年曾尝试收购贝奇公司但并没有成功。蔡和其他的收购者的仓位最终被贝奇购回，并获得超过100万美元的利润。加拿大的一家企业狙击手公司萨缪尔·贝尔茨伯格（Samuel Belzberg）也一直在努力收购贝奇公司。贝尔茨伯格多年来一直在投资贝奇公司并不断批评公司的管理层。为了保护自己不被贝尔茨伯格公司收购，贝奇公司的管理层求助于邦克和赫伯

特兄弟。亨特兄弟购买了大量的贝奇公司的股票，以帮助其与贝尔茨伯格公司对抗。作为回报，亨特兄弟被允许在贝奇公司持有巨大的白银期货头寸。贝奇公司还向亨特兄弟提供了超过 2.3 亿美元的贷款来帮助他们收购白银。贝奇公司的资金也是来自银行贷款，这些银行中包括直接贷款给亨特兄弟的芝加哥第一国民银行。

随着价格快速上涨，白银价格过高，贵金属公司开始从个人手中收购祖传的白银器具和其他银制品。1979 年 11 月 30 日，白银的交易价格仍略低于 19 美元每盎司。到 1980 年 1 月 3 日，它的价格已经上涨到每盎司 38 美元以上。银价在 1980 年 1 月 18 日达到每盎司 50 美元以上。在 CFTC 的压力下，白银交易的主要期货市场商品交易所（COMEX）于 1 月 21 日宣布，仅允许进行平盘交易。这意味着不得在期货市场上新开白银多单。交易所还将保证金要求增加了 100%，以进一步耗尽市场的流动性。交易所采取这些行动后，价格暴跌。在 24 小时内，白银价格从每盎司 39.50 美元下跌至每盎司 10.80 美元。这要求亨特兄弟向手中白银多头仓位追加巨额保证金。而追加保证金必须用现金支付，即使像亨特兄弟这样资源丰富的巨头在短时间内也捉襟见肘。1980 年 3 月 26 日，他们未能向贝奇公司提供 1.35 亿美元的追加保证金。不久之后，1980 年 3 月 28 日，亨特兄弟通知经纪人他们无法继续现金支付更多的保证金。这则通知威胁到为亨特持有白银仓位的几家大型经纪公司的财务稳定，最终导致“白银危机”。

SEC 暂停对一些大型经纪商（包括贝奇公司）的股票交易。SEC 担心，这些经纪商的股票会因为亨特兄弟未能提供保证金而导致自身亏损的传言而大跌。这种警惕是有实际案例基础的。亨特兄弟拖欠美林公司（Merrill Lynch）近 5 亿美元的贷款和保证金。贝奇公司希望关闭白银市场。它们担心，如果被迫平盘亨特持有的白银仓位，期货价格会进一步下降，从而导致自己破产。贝奇公司关闭市场的要求未被接受。危机愈演愈烈，尤其是当人们得知亨特兄弟在年初时还拖欠恩格尔哈德矿产化工公司 6.56 亿美元债务并承诺用白银支付的时候。在这笔交易中，亨特同意从恩格尔哈德以每盎司 35 美元的价格购买 1 900 万盎司的白银，来抵销恩格尔哈德当时持有并需要补缴

大量保证金的 3 500 份白银期货空头合约。这笔交易本来计划于 1980 年 3 月 31 日完成。

人们担忧这些问题可能进一步导致美国金融体系的崩溃。后来 SEC 关于白银危机的一份报告中指出:"1980 年 3 月下旬的六天里,政府官员、华尔街和广大公众都认为,单个家族煽动白银市场并最终违约带来的债务负担可能会重创美国金融体系。"[①] CFTC 主席向国会建议说,白银危机使得美国的"金融架构"处于风雨飘摇之中。SEC 的报告指出,持有亨特账户的那些经纪商都是证券行业中翘楚,如果亨特兄弟最终无法履约,那么这些公司将面临巨大的损失。SEC 指出,即使是其中一家公司的倒闭也可能导致金融连锁反应,从而危及整个证券行业。

最终十三家银行同意向亨特兄弟贷款 11 亿美元以偿还银行头寸,危机得以缓解。这笔贷款是在美联储主席保罗·沃尔克(Paul Volcker)认可后放出的。亨特与恩格尔哈德金属公司达成和解,它们放弃了在博福特海的石油矿权。但这只是暂时解决了亨特兄弟与他们的直接债权人之间的难题,之后它们还会因为这些债务而不断被起诉。CFTC 是不断追索亨特兄弟的机构之一。亨特最终同意永久禁入所有商品交易所进行交易,并经 CFTC 评估处以 1 000 万美元的民事处罚。还有大量的民间诉讼起诉亨特兄弟,并被法院判处支付大额赔偿。最终他们不得不申请破产。两大商品期货公司由于这一事件受到严重破坏。大陆商品服务公司(ContiCommodity Services)是由大陆粮食公司拥有的期货公司,它同样在白银危机中由于以纳哈斯为首的那些贸易商客户的违约而遭受巨大损失。该公司此后还出现了很多问题,最终被卖给了 Refco Inc., Refco Inc. 后来也成为最大的期货佣金商之一。ACLI 国际商品服务公司也遭遇了类似的命运。几年前,这家公司由一个以色列家庭在新奥尔良成立,后来搬到了纽约。由于纳哈斯控制的一批交易商对白银期货违约,ACLI 遭受了数百万美元的损失。ACLI 最终被 Donaldson, Lufkin & Jenrette 收购。

---

① Martin H. Wolfson, *Financial Crises*, p. 68.

第 5 节 利率困境再次出现

国际银行业受到黄金本位制废除所带来的浮动利率制的推动取得了长足的发展。变动的汇率导致银行外汇交易业务增加。第一国家城市银行 1976 年更名为花旗银行，它是处于行业领先地位的外汇交易商，它在 1978 年的外汇业务收入超过 1 亿美元。一份众所周知的 SEC 调查报告发现，花旗银行在 70 年代将 4 500 多万美元的交易利润从税收较高的国家转移到税收较低的国家。花旗银行最喜欢将其巴哈马办事处作为“摆放”利润的地方，以此规避美国的税收。美国证券调查委员会对此开展了调查，以确定花旗集团未向股东披露这一可疑活动的做法是否违反了联邦的证券法规。最后，SEC 决定不对花旗银行采取任何法律制裁。这一决定引起了很大的争议，人们认为花旗银行受到了特别的优待，这对那些资本不那么雄厚、实力稍逊而受到 SEC 调查的银行来说非常不公平。

欧洲金融业

欧洲经济共同体（现欧盟）的成员国家正在着手统一其货币体系。德国和法国在 1979 年提出采用单一的欧洲货币。这最终促成欧洲货币联盟的成立，其目的是将汇率保持在商定的限额或波段范围内。共同货币——欧洲货币单位——由此创建。这种货币的缩写 ECU 也是一种古老的法国硬币 écu 的名字。ECU 实际上并不是可以直接消费的硬币或钞票。相反，它是由 8 种货币构成的篮子货币，根据发行国家的经济重要性加权。20 世纪 70 年代，国际清算银行越来越多地参与私人银行业务。许多大型美国银行的国际贷款增长速度快于国内贷款。财政部长乔治·舒尔茨（George Shultz）1974 年宣布，10 年前建立的对于非美国本土银行的信用展期限令将会被废除，这推动了国际贷款的增长。全球化正在引发一系列新问题。花旗银行因在南非发放贷款而受到批评，种族隔离的观念仍然普遍存在。美国的银行业在 1974 年面临印度尼西亚危机，那一地区的贷款违约率大幅上涨。印度尼西亚的中央银行出手

救助了一家曾从美国的银行获得大量贷款的公司。虽然局面稳定了下来，但这一事件预示着美国银行未来几年将会面临更多类似的问题。

欧佩克组织

第一次石油危机发生在1979年。伊朗革命导致中东的石油出口大幅削减，石油价格从每桶14.85美元上涨到22美元。这导致了“大恐慌”的出现。在1979年夏天，超过50%的美国加油站关闭。1979年7月4日，由于汽油供应不足，纽约市地区90%的加油站关闭。像美国这样的石油进口国面临国际收支巨额赤字，因为石油输出国组织（OPEC）是石油的生产和出口方，欧佩克将石油价格推高到前所未有的水平。这让阿拉伯国家得以积累大量的资金。欧佩克国家的美元被称为“石油美元”。因为石油价格上涨，沙特阿拉伯和科威特“每年额外收到370亿美元，足以在25年之内买下所有世界各地证券交易所上市的全部主要公司。”[①] 欧佩克必须以其盈余向石油进口国的赤字提供融资支持和进行投资；否则金融体系就会崩溃。这个过程也被称为“资金循环”，是指欧佩克国家将其盈余投资于国外。美国的商业银行大量参与了这个循环过程，这一过程通常还会包括在拉丁美洲发放大量贷款。

银行业的运营

花旗银行是扩张国际银行业务的领头羊，但它并不是唯一的一家。银行家信托公司在30多个国家设立机构，其代理网络覆盖120多个国家拥有超过1 200家代理行。国际银行业务是一条双向通道，1973年大约有60家外资银行在美国设有办事处。之后的5年内，这一数字增加到122家。外资银行业务规模不断扩大。到20世纪70年代中期，全球前20大银行中仅有4家来自美国，并在1979年进一步减少到3家。德国、日本和法国有比美国更多的银行被排在前20位。英格兰在这个精英集团里有两家银行。尽管如此，美国的

① Paul Johnson, *Modern Times: The World from the Twenties to the Nineties*, p. 670.

大型银行仍是金融巨头。1979 年，美国有 16 家银行的存款超过 100 亿美元，其中 8 家银行位于纽约，5 家在加州。约有 150 家银行合计存款超过 10 亿美元。美国最大的银行是美洲银行，它持有的存款额超过 160 亿美元，比花旗银行还多。

货币类金融工具的数量也在不断增加。1978 年在美国签发的支票总数超过 370 亿张。这些支票价值约 33 万亿美元，共计 1 亿个支票账户。花旗银行对每笔支票交易收取 15 美分的费用，每月还有 75 美分的账户收益，保留 3 000美元以上的客户不需要支付这笔费用。另外，1979 年发行的苏珊 · B. 安东尼美元硬币将成为"这个国家铸造过的硬币中最被无视的一款"，因为它看起来非常像 25 美分的硬币。①

存款正在成为银行业的一个不太重要的组成部分。一方面银行业务类型不断扩张，另一方面对可支付利率的监管限制也挤出了存款，"借入的资金而不是活期存款"被用于为银行增长提供燃料。"最终，大通银行接近 85% 的可用资金都是从这些（非存款）渠道流入的。"② 银行不断通过欧洲美元的渠道来规避利率上限的制约。1978 年，银行业监督管理机构授权存款机构发行期限为 6 个月的货币市场存单。这些存单的最低投资额为 10 000 美元，最高利率随短期国债利率的变化而变化。这让大额投资者得以获得市场利率。20 世纪 70 年代，随着利率和通货膨胀率的上升，金融脱媒的过程持续不断。消费者越来越多地意识到，他们可以通过货币市场账户来存款去赚取更多利息。1980 年，花旗银行受到美联储的责难，因为该机构为了吸引存款向客户赠送烤面包机和各种家电。联邦储备委员会根据存款金额限制此类礼品的金额必须在 10 美元到 50 美元之间，以防止银行规避 Q 条例上限。而花旗银行的"礼物"实际上价值远高于这个限额，花旗银行因此行为被罚款 35 万美元。

银行正在变得高度依赖浮动利率贷款作为其资金来源。例如，花旗集团于 1974 年发行了 6.5 亿美元的浮动利率票据以筹集资金。随着利率持续上

---

① Jamie James, "Coin of the Realm: The Strange Quest to Find the Right Face for the New Dollar," p. W11.

② Wilson, *The Chase*, p. 2.

涨，这些浮动利率贷款增加了银行对自身固定利率贷款组合的风险敞口。为了抵消这种风险，银行开始发放浮动利率贷款，而不是像传统贷款一样采用固定利率。不过，由于银行往往借短贷长，银行将继续面临利率风险。在这种情况下，收益率曲线的变化可能会给银行业造成巨大的损失。银行开始设立内部的委员会，专门管理短期借款利率与长期贷款之间的“利差”。后来银行贷款质量也开始恶化，大通银行1975年的不良贷款超过18亿美元。这一数字在1976年又增加了4亿美元。

银行亏损不断增加。《华盛顿邮报》1976年1月的一期报纸几乎引发了银行业危机，它在首页的标题中声称花旗银行和大通曼哈顿的名字都已经被列入了货币监理署的“问题银行清单”。实际上，这份观察名单上有大约150家银行，其中也包括这两家大银行。为了平息恐慌，货币监理署官员出面确认这两家银行运营状况稳定。后来货币监理署发现《华盛顿邮报》的报道只是基于泄露出的对花旗银行和大通曼哈顿的进行检查的消息。而且，这两家银行已经根据检查要求采取了纠正措施。货币监理署向媒体通报了这一事实，否认银行陷入困境。

银行不断扩大其业务组合。银行家信托公司在佛罗里达州的棕榈滩（Palm Beach）设立了一家子公司，以提供投资管理服务。佛罗里达立法机构通过了一项法令来阻止这一业务，但最高法院认定，佛罗里达州政府的机构没有权力推翻货币监事会的监管许可。连锁银行仍在美国各处经营。这些银行通常由同一个个人股东来控制，但不是通过同一家公司，而是以卫星银行的方式通过少数股东权益来控制银行。开设分行的脚步似乎在放缓。20世纪70年代末，银行甚至开始关闭一些分支行。

自动柜员机

自动柜员机（ATM）于1971年正式推出。这一创意来源于一家位于加利福尼亚州伯班克的银行，由国家收银机公司制造。1975年，纽约第一国家城市银行安装了六台独立的自动柜员机作为取款机。货币监理署裁定这些自动柜员机不是分支机构，但联邦法院认为自动取款机是分支机构，这将大大限

制其使用范围。货币监理署通过允许“共享”自动取款机避免分行的限制来解决这个问题，得到了法院的批准。共享自动取款机的所有权属于一家与银行共享ATM的独立机构。在2000年，电视广告为个人投资者提供拥有自己的ATM的机会。虽然共享使用的概念让ATM得以快速扩展，但它们的使用也提出了新的问题。ATM卡大量丢失和被盗，法院要求预先厘清当ATM卡被不当使用时银行与存户之间的责任。ATM抢劫事件不断发生也引发了对安全问题的顾虑。纽约最终通过了一项ATM安全法，但与ATM有关的罪行仍在继续。

还有另一种设备被称为客户激活终端（CAT），它允许客户通过银行分支机构的计算机终端访问其账户。技术进步也带来了银行业务的发展。1970年，储贷协会和银行被允许在储蓄账户内进行预授权转账操作以用于家庭日常开销的支付。1975年，允许对商业银行的储蓄存款余额通过电话转账。1978年，银行和储蓄机构可以在储蓄账户内开展自动转账服务。信用合作社可以直接以股份份额来提取现金。电子设备也在以其他方式改变着金融业。1974年6月，结账扫描仪被引入商店。该设备的第一次使用是在俄亥俄州特洛伊的一批Wrigley口香糖采购活动中。扫描仪开始大幅度改变商店中进行销售记账的方式，并最终带来购物的电子支付。到1992年，结账扫描仪的使用已经非常普遍，总统乔治·布什被指责跟不上时代，因为他在超市中使用这样的设备时感到十分惊讶。

老式的犯罪手法依然十分流行。1979年，大通曼哈顿银行在一次抢劫案中损失净额超过200万美元。抢劫犯随后逃之夭夭。金融劫案不限于银行。1978年12月，一群七名男子组成的抢劫团伙打劫了肯尼迪机场的汉莎航空货运码头，包括现金和贵重物品在内的各项损失总计800万美元。

传统的融资活动依然存在。常规的保理业务涉及将应收账款无追索权售出。保理业务按照应收账款假定的月均到期余额每月支付现金，这加速了资金的流动。到20世纪70年代末，财务公司资产超过240亿美元，给商业银行带来强劲的竞争。它们包括美国运通信用公司、泛美金融集团、家庭金融公司、受益公司、通用资本公司、通用汽车承兑公司（GMAC）、福特汽车信贷

公司和克莱斯勒金融公司。GMAC 将成为美国最大的消费金融公司，但福特汽车信贷公司与它相比差距并不大。GMAC 与第一全国金融公司（一家大型储贷协会）和北美联营公司（美国第四大财务公司）从事汽车和非汽车的消费贷款业务，并建立了联营关系。

经济问题

“滞胀”继续困扰着经济，即当经济处于衰退状态时，通货膨胀率却在上升。美联储被指责已经压榨光了经济的所有活力以确保理查德·尼克松在 1972 年的胜利连任。这个权宜之计的代价是由杰拉尔德·福特（Gerald Ford）承担的，他被 1973 年至 1974 年的最严重的经济衰退所困扰。他的继任者吉米·卡特（Jimmy Carter）加快了政府支出和货币供应的增加，以推动经济增长。当卡特总统上任时，联邦赤字超过 660 亿美元。通货膨胀率从 1974 年的 12% 下降到 1976 年的 6%，随后卡特开始加大对经济的刺激。1977 年第一季度经济增长了 5.2%，通货膨胀率也再度回升，并在 1976 年至 1980 年迅速上升，1979 年达到了 12% 以上。

1977 年 10 月，不顾卡特总统的反对意见，联邦储备委员会将贴现率提高到了 6%。股市也投票反对总统的方案。从卡特上任至 1977 年 11 月，市场下跌了 25%。美国的贸易赤字从 80 亿美元大幅增长到 1978 年的 310 亿美元。1978 年初，国民生产总值以 7% 的速度增长，失业率低于 6%，但通货膨胀率为 11.3%。1978 年底的通货膨胀率下降至 9%，但 1979 年第一季度的批发价格跳升至 14.1%，美联储的贴现率也提高到 9.5% 来对抗通货膨胀。

1978 年、1979 年和 1980 年，卡特总统任职期间发生金融危机。卡特似乎无力处理该国的财政状况。他在 1978 年 10 月宣布了自愿性工资和价格指导方针。卡特还任命罗伯特·施特劳斯为他的“首席反通货膨胀官”，但后者并没能阻止通货膨胀的螺旋上升，这使得经济环境进一步恶化。卡特总统在 1979 年 7 月从白宫撤到大卫营连续十天深入思索经济问题时，在他任期内的经济状况也处于最低点。此后，卡特发表了一个公开演讲，对美国精神和特

别是经济环境表示悲观。但这个“萎靡不振”的演讲只会使事情变得更糟。[①]卡特解雇了他的财政部长迈克尔·布卢门撒尔。布卢门撒尔被曾担任美联储主席的G. 威廉·米勒所取代。卡特（Carter）任命保罗·沃尔克（Paul Volcker）来接任米勒美联储主席的位置。

卡特无法应对困难重重的经济，同时他在伊朗劫持人质危机中也表现不佳，这导致他连任竞选失败。与此同时，美元大幅下挫。“多方共同努力支持美元，其中包括64亿美元的国库借款（卡特债券），从国际货币基金组织（IMF）提款以及与外国中央银行的互换安排。”[②] 美联储试图通过提高贴现率并在外汇市场进行以外币购入美元来对抗市场对美元贬值的投机。财政部也通过出售黄金储备和发行以外币计价的国债来进一步支撑美元汇率。

银行业立法

更多的银行业立法在国会通过。国会1978年通过了《金融机构监管和利率管制法》，该立法对银行管理层滥用职权的行为和不同机构间董事会高管交叉任职的做法加以控制，提高了监管机构的执法力度。1978年《电子资金转移法》要求银行向客户提供电子资金转账的文件，如果电子资金转移违反安全性导致损失，那么进行转账的银行分支机构负有更多的责任。1980年的《存款机构放松管制和货币控制法》允许在联邦储备系统中的机构间使用电子支付。

1978年的《国际银行法》将美国《格拉斯—斯蒂格尔法案》和1956年《银行控股公司法》的规定适用于在美国设有分支机构的外国银行和银行控股公司。根据这项立法，在美国拥有证券附属公司的大型银行将被置于监管之下。法案允许外国银行自己选择受州或联邦的监管。《国际银行法》旨在确保国内银行与在美国经营的国际银行之间的平等竞争。外资银行新设分支机构必须得到货币监理署的批准。外国银行的分行办事处如果只是“代表处”，可

① 总统在其演讲中并没有使用“萎靡不振”这个词，但是他演讲的核心就是这个词 Solomon, *International Monetary System*, 1945－1981, p. 351。

② Barrie A. Wigmore, *Securities Markets in the 1980s: The New Regime*, 1979－1984, p. 17.

以免受监管。如果成为美联储认定的合格外国银行机构，可以豁免于对一般外国银行的各项限制。要成为联储认可的银行机构，其全球范围半数以上的业务必须是银行业务，且一半以上的业务必须在美国以外。

货币政策

诺贝尔奖于1969年首次颁发经济学奖项。米尔顿·弗里德曼在1976年获得该奖，他坚信货币供应是经济增长的决定因素。他的理论和研究成果引发了美国各界对货币政策的广泛兴趣。1978年国会通过了《1978年充分就业和平衡增长法》，以阻止通货膨胀。法案要求美联储报告货币政策目标并预测货币增长率。后来在1982年，美联储宣布不再将货币供应量（M1）作为政策目标，因为这个数字是经济增长和通货膨胀的不可靠指标。美联储公开市场委员会继续监管货币供应。美联储的决议是由美国联邦储备体系的七名官员和五名储备银行的行长投票决定的。1978年11月，贴现率达到45年来的最高水平。

卡特任命保罗·沃尔克为联邦储备委员会主席，这一任命将进一步提高利率。沃尔克决定通过将利率提高到“平流层”[①] 来阻止通货膨胀。沃尔克最初于1979年10月宣布美联储将允许利率浮动，并不再寻求压低利率。这个“历史性的决定……给金融市场带来混乱”，因为它引发了风险。这个行动被称为“星期六晚上的特别主菜”，随即债券利率在周末跳升了30个基点。[②] 沃尔克最终将贴现率从11%提高到了12%。当时黄金价格大幅上涨，银价在一个月内上涨了50%。

这种经济动荡对股市也有影响。“20世纪70年代是股票市场自1929年以来最糟糕的十年。”[③] 从1969年至1979年是本世纪股市表现最差的十年。1979年8月，《商业周刊》杂志封面刊登了《股票已死》的标题。该杂志称，人们将投资于货币市场和其他投资而不是股票。而这种预测并非无中生有。

---

① Robert Emmet Long, ed., *Banking Scandals: The S&L's and BCCI*, p. 14.

② *Campbell v. Shearson/American Express, Inc.*, 1985 U. S. Dist. LEXIS 16975 (E. D. Mich. 1985).

③ Wigmore, Securities *Markets in the* 1980*s: The New Regime*, 1979 - 1984, p. 367.

1979 年 12 月，道琼斯指数在 800 点左右，这是自 1969 年以来的最低水平。相比之下，联储基金利率在 1980 年 3 月升至 18%，优惠贷款利率为 16%。短期贷款的优惠利率还曾高达 20%，而利率的峰值最高甚至突破了 21%。但股市仍然还抱有一线希望。道琼斯指数在保罗·沃尔克被任命为美联储主席之后上涨了 10 点。

1980 年 3 月 4 日，美联储根据《1969 年信贷控制法》开始实行信贷管制。美联储对大额的短期存单、欧洲美元借款和其他一些负债实行了 8% 的准备金率要求。这增加了银行的成本，而这笔费用最终将转嫁给借款人。美联储要求银行为信用卡、无担保个人贷款以及其他方式的所有消费贷款上缴 15% 的特别存款。此外，货币市场基金需要缴纳在 1980 年 3 月 14 日之后其资产净增长额的 15% 的特别存款。美联储实施了自愿信贷约束计划，要求银行将其贷款增速控制在 6% ~9%。银行还不得为投机活动提供贷款。1979 年的第二次石油危机以及美联储紧缩货币政策和上调利率的组合在 1980 年显示了巨大的威力。"美国的实际国民生产总值在第二季度折年率下降了 10%。"[①]即使如此，通货膨胀率仍维持在 14% 附近。

对通货膨胀宣战

通货膨胀对经济的结构性压力开始显现。福特汽车是许多有问题的公司之一。其市场份额从 1978 年的 23.5% 下降到 1981 年的 16.6%。1982 年，福特汽车公司亏损 17 亿美元。福特的股价也从 1979 年的 30 美元下降到 1982 年的 12 美元以下。克莱斯勒公司在 1978 年第一季度亏损了 1.2 亿美元，第二季度损失了超过 2 亿美元。其财务状况在次年继续下降。[②] 克莱斯勒寻求联邦政府的财政援助，以避免破产。它的请求再次引发了对政府是否应向私人公司提供财政援助的政治辩论。最终，贷款担保委员会成立并被授权在两年内向克莱斯勒提供最高不超过 15 亿美元的贷款担保。该公司被迫将其所有资产作为抵押品。银行施以援手将 13 亿美元的债务转换为克莱斯勒的优先股，其他

① Solomon, *International Monetary System*, p. 321.

② Wolfson, *Financial Crises*, p. 63.

25亿美元的债权人则将其视为对公司的捐款或直接放弃。加拿大也提供6.57亿美元的贷款和赠款。汽车工人联合会接受了6.22亿美元的减薪以及附加退休金递延。克莱斯勒终于能够偿还债务，但在1981年仍然麻烦不断，还延迟向上游的供应商付款。公司的元气在推出专为中产阶级和小型货车设计的新一代K型轿车后才逐渐恢复。克莱斯勒公司于1982年开始盈利。

保罗·沃尔克继续打击通货膨胀。虽然1981年的经济似乎有所复苏，但利率的持续高涨使得美国再度陷入衰退。所谓的沃尔克经济衰退在1982年展现了全部的力量，这是一次非常糟糕的衰退。失业率高达10.7%。美联储拉高利率还引发了其他众多问题，其中包括债券价格的急剧下降。利率上涨至各州法律规定的高利贷上限。州政府往往不愿提高这些上限。阿肯色州的选民拒绝废除本州立法规定的10%高利贷利率上限。结果是在该州根本没有房屋按揭贷款或汽车贷款的发放。事实上，总有一些办法可以突破这些限制。最高法院在1978年表示国民银行可以按照本州允许的最高利率向州外信用卡客户收取利率。即使超出信用卡持有人居住的州的利率上限，仍然可以按照高利率执行。①

20世纪70年代存在着这样的现象，房主往往是通货膨胀的受益者。负担固定利率贷款的房屋的价值在几年内大幅提升。通货膨胀加快了工资的上涨，但按固定抵押贷款的模式，抵押贷款仍然保持不变。住房抵押贷款通常是家庭每月最多的支出项，随着通货膨胀的增加贷款的相对占比会缩小。20世纪70年代的通货膨胀对储贷协会和其他储蓄机构没有类似的有利影响。储蓄机构发放的按揭贷款利率固定在8%或9%，但是它们可以对存款支付的利率则有上限。脱媒给储贷协会带来重创，储户撤回了他们的存款去投向其他可以获得更高利率的投资产品。由于利率上限的存在，储贷协会不能提高利率。监管机构在1978年通过允许他们出售货币市场存单，部分减缓了这些储蓄机构面临的困境。在这些存单的帮助下储贷协会可以支付更高利率来募集资金。不过，短期利率继续上涨，固定利率抵押贷款较低的利息收入不足以支付资

① *Marquette National Bank of Minneapolis v. First of Omaha Service Corp.*, 439 U.S. 299 (1978).

金成本。长期资产与短期负债之间的不匹配导致储蓄机构更多地去关注于如何吸引资金流入，而非在贷款投资组合中获得更高的收益。

放松监管

1980 年的《存款机构放松监管和货币控制法案》授权存款性机构，包括储蓄银行和信用合作社，提供有息的可转让提款指令（NOW）账户。这项立法致力于逐步取消银行和储蓄存款的利率上限。联邦存款保险对所有类型存款的保险额增加到 100 000 美元。此外，所有存款性机构都受到美联储准备金比率要求的限制，并允许使用美联储的贴现窗口。这些规定旨在遏制银行自愿退出美联储监管的行为。《存款机构放松监管和货币控制法案》推动了解除存款利率管制的进程。如果存款机构想要与其他金融中介机构竞争资金，这便是一个必要的步骤。特别是对于储贷协会和其他储蓄机构来说，这个过程将是一个漫长而痛苦的过程。1980 年开始的利率上限和储蓄存款的逐步淘汰在 1987 年之前还没有完成。根据 Q 条例，储蓄机构之前享有优势，因为它们对定期存款和储蓄存款可以支付比银行更高的利率来吸引资金。《存款机构放松监管和货币控制法案》颁布后，储蓄机构必须与银行平等竞争资金。结果在 1981 年，储蓄机构的平均资金成本为 11%，而抵押贷款组合的收益率只有 10%。1981 年美联储的政策稍微改善了它们的困境，具体措施是允许联邦发牌的储蓄机构发放可调整利率抵押贷款。消费者需要一些时间接受这种新的金融工具，而到 1983 年，可调整利率抵押贷款已经颇受欢迎。然而，储蓄机构需要更多的帮助。大多数储蓄机构都在亏损：1981 年总共达到 46 亿美元，1982 年又增加了 43 亿美元。1981 年有 81 家储蓄机构倒闭，下一年又有 250 家储蓄机构倒闭。联邦住房贷款银行委员会开始鼓励财务困难的储贷协会之间互相兼并。1981 年至 1982 年共发生了 700 多笔此类并购事件，但这并没能阻止该行业的下滑。储贷协会的经济困难进一步加剧，引起人们对联邦储蓄和贷款保险公司（FSLIC）资金不足以支付保险存款的担忧。1982 年 3 月，国会通过了支持 FSLIC 的联合决议。该决议表示，美国政府对 FSLIC 和 FDIC 有充分的信心并将全力支持。但是，这项决议将联邦政府置于前所未有的财

政灾难之中。

银行倒闭

商业银行倒闭和各种财务舞弊行为等银行业问题日益严重。1985 年，货币监理署指控预算管理局局长并且是前总统吉米·卡特（Jimmy Carter）的忠实信徒的伯特·兰斯（Bert Lance）开空头支票并且还有其他银行违规行为。兰斯被处以 5 万美元的罚款，还被要求不得进入任何接受联邦保险的银行去工作。兰斯因违反《银行法》而被起诉，但最终他被判无罪。SEC 也针对兰斯等人就银行股交易提起诉讼，兰斯不得不与 SEC 签署了一项和解协议。一波未平一波又起，其他地方也出现了问题。1976 年 2 月，田纳西州查塔努加的汉密尔顿国民银行倒闭。该银行是银行控股公司的组成部分，它因从附属房屋按揭贷款公司购买不良房地产贷款遭受巨额亏损。位于纽约的美国银行与信托公司（American Bank&Trust Co.）也是一家银行，它也在 1976 年倒闭，倒闭原因是向内部人士提供了大量贷款，以便于他们从控股人瑞士的大陆贸易银行手中购得银行的控股权。

罗伯特·阿布德（Robert Abboud）于 1975 年成为芝加哥第一国民银行的首席执行官。他是一位态度强硬的管理人员，他的管理方式使许多银行职员离职。阿布德启动了发放固定利率贷款和利用欧洲美元进行套利的计划，结果蒙受了巨大的损失。第一宾夕法尼亚银行是美国最古老的银行之一，此刻也在生死线上徘徊。直到约翰·布宁在 1968 年成为其首席执行官之前，该银行一直保留着保守的经营理念。约翰·布宁为银行的投资组合增加了高风险的投资，并不断扩大其规模。1974 年和 1975 年的经济衰退导致银行不良贷款增加。但该银行仍然延续其高风险的业务模式，由于利率上涨，1980 年不良贷款再次飙升。该银行将其 1/3 的投资组合投资于长期债券，这导致期限错配，银行持有的长期资产收益率与银行本身短期借入资金利率之间的差距为 3%。为了拯救第一宾夕法尼亚银行，一批银行同意向其贷款 5 亿美元，并提供另外 10 亿美元的信贷额度。联邦政府也通过联邦存款保险公司提供 3.25 亿美元来支持这项救援行动。银行逐渐恢复，但直到 1986 年，第一宾夕法尼

亚银行才完全正常。它于1989年被CoreStates Financial Corporation并购接管。

1982年2月的优惠贷款利率为16.75%，失业率为8.4%，而国民生产总值是萎缩的。1982年上半年发生的衰退也影响到石油和天然气行业。一家大型石油公司Nucorp Energy宣布破产。Nucorp公司从银行贷款3亿美元。这其中，对伊利诺斯大陆银行与信托的欠款超过1.7亿美元。好希望炼油厂是另一起惊人的倒闭案例，它的负债超过14亿美元。得克萨斯州由于石油工业的衰退遭受的打击格外严重。1984年，休斯敦的办公地产空置率达到了28%。

关于艾比利尼国民银行在能源行业贷款组合上损失巨大的消息四处流传，这家银行随后倒闭。在这家银行于1982年8月关门之前，一些机构竭尽全力从这家银行中提取回大约5 000万美元的存款。得克萨斯州第一米德兰银行在1983年10月宣布破产，该银行在八个月内损失了1.21亿美元。这是继富兰克林国民银行之后的第二大银行破产案。第一俄克拉荷马银行集团在1983年陷入困境，该银行第三季度亏损高达5 800万美元。得克萨斯州的Interfirst银行在1983年第三季度亏损1.94亿美元。克罗克国民银行1984年第一季度亏损1.2亿美元。米德兰银行向克罗克伸出了援手，但克罗克银行在1984年合计亏损仍高达3.24亿美元。

宾州广场银行

更令人吃惊的案例是1982年7月5日俄克拉荷马州宾州广场银行的倒闭。该机构起步于一家购物中心，后来通过将其参与的石油业务贷款转手卖出而得到迅速发展。石油禁运使得能源信贷受到追捧，宾州广场银行向其他银行售出了超过25亿美元的能源贷款。宾州广场银行的业务非常宽泛。宾州广场的主席是比利·保罗·詹宁斯，是前面曾提及的“四季护理之家丑闻中未被提及的共谋者”。[①]宾州广场银行的一名官员威廉·派特森（William G. Patterson）发放了很多不良贷款。他是“一个非常炫耀的人，他喜欢用他的牛仔皮

① Wigmore, *Securities Markets in the 1980s*, p. 44.

靴装酒喝，并在工作时戴着米老鼠的帽子。”① 芝加哥的一家大型银行伊利诺斯大陆银行购买了超过 10 亿美元的宾夕法尼亚广场贷款。大通曼哈顿银行购买了 2.75 亿美元，西雅图的第一国民银行（seafirst）也购买了数亿美元，密歇根国民银行还有约 2 亿美元，芝加哥北方信托公司则另有 1.25 亿美元的份额。

当事实表明其贷款组合大部分已经无法收回后，宾州广场银行被银行监管机构关闭。FDIC 宣布只有 10 万美元以下的存款将受到政府的保护。这是 FDIC 第一次没有挽救倒闭的金融机构，也没有不分存款规模或保险限额的去保护所有的存款人和债权人。宾州广场银行关闭时，约有 140 家信用合作社，48 家储贷协会以及 47 家商业银行在那里存放了大量的未保险存款。这些存款中很大一部分是由存款经纪人存入的，而这些存款经纪人往往将客户的存款投资于提供最高利率的机构发售的存单。宾州广场银行的倒闭产生了连锁效应。众多机构在宾州广场银行购买的贷款份额最终几乎分文不值。Seafirst 银行受到的打击尤其严重，这使得该银行不得不与美洲银行合并。伊利诺斯大陆银行也发生了存款挤兑，而且担忧进一步扩散到汉诺威制造商银行，其客户也出现新的一轮挤兑。一些银行迫于美联储的压力，向伊利诺斯大陆银行提供了 55 亿美元的贷款信用额度，以缓解这一危险局面。美国财政部则负担了另外 20 亿美元的救助款。

伊利诺斯大陆银行

伊利诺斯大陆银行的难题与宾州广场银行相比有过之而无不及。大陆银行在 1976 年启动了一项计划，要在五年内成为全国前三大银行之一。此后银行开始快速增长，直到宾州广场银行倒闭。此次冲击之后，伊利诺斯大陆银行遭遇了更多的困难。该银行在 1983 年底已有大约 19 亿美元的不良贷款。它为国际收割机、墨西哥阿尔法、Grupo Industrial 和 Braniff 航空公司这些已经或即将破产的企业提供了大量贷款。伊利诺斯大陆银行自身的财务状况开

① Jonathan R. Macey & Geoffrey P. Miller, *Banking Law and Regulation*, p. 276; and Phillip L. Zweig, *Belly Up: The Collapse of the Penn Square Bank*, p. 187.

始在货币市场引发担忧，银行变得难以在市场中筹集日常运作所需的资金。伊利诺斯大陆银行为出售其大额存单需要支付的利率比其他贷款人高出 1%。

1984 年 5 月 9 日伊利诺斯大陆银行开始出现客户挤兑。一天之内，亚洲客户从该银行中撤出了 10 亿美元资金。随之，摩根担保（Morgan Guaranty）牵头对伊利诺斯大陆银行展开救援。摩根和其他几家银行向伊利诺斯大陆银行提供了 45 亿美元，以恢复市场对伊利诺斯大陆银行的信心，避免演变成为一场金融危机。大陆银行当时是美国的第七大银行，政府不能让它倒闭，免得整个金融体系的信心受到破坏。政府害怕如此巨大规模的倒闭会拖累至少 60 家银行。美联储借给伊利诺斯大陆银行 80 亿美元，并宣布所有存款人都将得到全额偿付，不论其存款规模如何。美联储对于大银行和小银行的态度大相径庭。于此同时，也有一些较小的银行倒闭，但美联储对这些倒闭机构的救助并没有超过存款保险所规定的上限。

联邦监管机构也向伊利诺斯大陆银行提供了 20 亿美元的资本金。对伊利诺斯大陆银行的救援总额超过了 120 亿美元。即使如此，该银行的挤兑仍然在持续。将大陆银行与其他大型银行，包括花旗集团，合并的努力也未能取得成功。最终，FDIC 通过收购 80% 的股权的形式将大陆银行国有化，如果银行最终损失太大，持股比例还可以上涨到 100%。监管机构还解散了银行的管理层。之后大陆银行恢复稳定，并最终出售给了美洲银行。即使如此，伊利诺斯大陆银行的问题也暴露出金融体系新的危险。当该银行进入财务困境时，只有约 40 亿美元的存款有存款保险。其余存入银行的 360 亿美元的存款并未投保。这些资金主要由大型机构投资者所有。这些机构的提款会迅速损害银行的流动性，即使最大的银行也无法避免这一困境。这些机构知道这些没有保险的存款风险很大，当发现大陆公司遇到困境后纷纷加入挤兑撤资的行列。与小额储户在取款窗口排成长队的情形不同，现代机构几乎可以在瞬间被耗尽资金，因为银行和其他机构客户可以通过电汇系统来转移走资金。

对储蓄机构的担忧

查尔斯·纳普（Charles Knapp）领导的美国储贷协会也遭遇了挤兑风潮。

该机构借助经纪人购买其发行的大面额存单而迅速发展。纳普收购了 First Charter Financial Corporation，使得美国储贷协会的母公司资产规模翻倍增长，其资产从 10 亿美元增加到 20 亿美元。与此同时另一个金融机构也在被监管核查。SEC 要求美国金融公司更正其财报中 1984 年第二季度的盈余。于是这家储贷协会从此前公告的盈利变成了亏损 1.7 亿美元。联邦住房贷款银行董事会介入并采取救助措施拯救了这家储贷协会。但这只是储贷协会大量倒闭噩梦的开始。

第2章 市场的融合

第1节　金融衍生品继续增长

1976年商品期货合约的名义金额是纽约证券交易所（NYSE）和美国证券交易所（AMEX）合计完成的股票交易金额的三倍以上。到1978年，商品交易所交易的期货合约价值达到1.5万亿美元。芝加哥期货交易所（CBOT）继续创新，将期货交易原则应用于证券产品。CBOT在1975年开始交易吉利美存单的期货合约。这种合约允许参与交易的机构对冲利率变化的风险，这在通货膨胀时期是许多公司面临的问题。该合约引起了CFTC与SEC对各自管辖范围的争议。SEC反对CFTC批准吉利美存单期货合约，SEC认为证券就是证券，应由其监管。CFTC拒绝了这样的抗议，理由是国会给予其对任何商品的所有期货交易的专属管辖权，即使该商品是证券。1976年，CFTC还批准交易商在芝加哥商品交易所交易国库券期货合约，该合约很快就在市场上流行起来。

CFTC问题

SEC对于CFTC插手证券领域的监管作出了回应。1978年美国证券交易委员抓住国会举行听证会对CFTC重新授权的时机希望抢夺更多的管辖权。

SEC 抓住 CFTC 在商品期权丑闻事件中的尴尬表现对 CFTC 进行了攻击，并以此为由认为 CFTC 的机构过于膨胀，其管辖权应受到限制。SEC 指出，商品和证券日益扭结在一起，导致监管混乱。SEC 指出了在芝加哥期权交易所（CBOE）交易的期权与期货之间的相似性，并坚称所有以证券作为标的商品的合约都应该由其进行监管。财政部也意识到这个机会，开始争夺对国债期货合约的监管权。美国商品期货交易委员会和期货行业反对这些措施。授权国会多个农业委员会对期货进行管理，确保了 CFTC 在权力分配的斗争中胜出。那些农业委员会不打算将自己的权力移交给银行和证券委员会，所以 SEC 和财政部所建议的方案无法胜出。最终国会延续了 CFTC 对于期货合约的专属管辖权。但国会明确要求 CFTC 在管辖权重叠的领域保持与 SEC、财政部和美联储之间的联系。

1976 年 11 月，在国会的指导下，CFTC 公布了一份报告，报告内容是对于商品期货账户是否应该提供保险，并采取与证券业的证券投资人保护公司（SIPC）同样的模式。CFTC 认为保险是不必要的，因为从历史记录来看很少有期货经纪商倒闭。然而几年后，当两个期货经纪商破产时，CFTC 需要重新考虑是否需要账户保险。这两家期货经纪商是 incomco，Inc. 和芝加哥折扣商品经纪商公司。后一家公司的倒闭使客户损失了 300 万美元。后来，在 1985 年，另一家期货经纪商 Volume Investor 由于未抵补的黄金空头期权头寸过度集中而导致其对合约违约。这家期货经纪商倒闭了，但是这起倒闭案件被认为规模较小是孤立事件，因此国会没有采取进一步的行动。

税收跨期

在 CFTC 开始监管期货行业之后，遇到了各种各样的问题。早期的问题是出现在芝加哥和纽约期货交易所的“税收跨期”行为。税收跨期是指交易者在同一商品上买入一个并卖出另一个交割月份不同的期货合约。买入和卖出的跨期合约头寸的价值走势通常都与该商品价格的走势保持一致。在这种情况下，该跨期组合交易中一个方向的头寸将会有损失（比如卖方，如果价格上涨）并和另一方向头寸（买方）的抵消收益。亏损方向的头寸将在年终前

平盘实现亏损从而可以获得税收抵扣，然后重新建立一个对冲性的头寸，以保护保留下来的那个方向头寸的利润，随后在下一个税务年度会将整个跨期交易平盘，从而实现盈利。在这个整体的交易过程中没有经济损失，但在亏损头寸平盘的税务年度，获得了大量的税收抵扣。这种过程每年都会重复并不断增加交易金额，以抵消前几年的收益以及当年的收益。

税收跨期并不是最近出现的创新。商品期货市场早已被用于此类交易。有传言说，一些贸易商通过使用这种手段，从未缴纳所得税。商品交易所管理局（CEA）早在 1948 年就提交过涉嫌进行虚假交易的案件，这些非法交易被用来实现税收跨期。但是，CEA 并没有有效地制止这种做法。即使通过这一机制偷逃的税收达数十亿美元，国税局却似乎没有察觉。然而，这些交易在 20 世纪 70 年代变得如此普遍，监管当局和国税局不得不开始重视起来。纽约商品交易所（Comex）甚至开设了特别交易时段，以方便交易者在合适的价位进行税收跨期交易。

在 1975 年成立之后，CFTC 逐渐开始关注跨期交易，因为这种交易经常以非竞争的方式执行以确保参与者不会有实际的经济损失。CFTC 随后对西格尔交易公司的约瑟夫·西格尔等人采取了行动。他们被指控通过为其客户哈罗德·布雷迪（Harold Brady）——持有大量的 Bache 证券公司的股权——利用1 000 份墨西哥比索期货合约的“蝶式”跨期逃避了大约50 万美元的税款。西格尔案例表明期货的税收跨期操作被用于免除或逃避了大额的税收。美国芝加哥检察官办公室召集了大陪审团调查该交易。随后，约瑟夫·西格尔（Joseph Siegel）和阿维文·维诺格（Alvin C. Winograd）被起诉，并被判定其进行的期货税收跨期操作是违法行为。1977 年 6 月，芝加哥的理查德·格鲁弗（Richard C. Groover）和其他四名交易员被起诉在 CBOT 场内进行欺诈性交易。其中一个交易员罗伯特·梅耶（Robert N. Meyer Jr.）还是盲人。无论是站在交易大厅的交易台边进行交易时，还是在联邦法庭上接受审判时，他都需要导盲犬的陪伴。

另外，在纽约也召集了一个大陪审团，来调查在那里的期货税收跨期滥用情况。一个名人被判定认为通过税收跨期交易偷逃了 13 亿美元的税收。贝

尔斯登公司（Bear Stearns&Co.）在纽约的大宗商品营销经理诺曼·土耳其（Norman Turkish）被起诉并定罪，因其为多名客户在纽约商品交易所进行黄金和原油期货的非法跨期交易。土耳其和其他人一起欺诈性地操纵原油期货市场，以确保交易可以实现避税的效果。税收跨期交易也被用于股票期权市场。SEC 的工作人员于 1982 年调查了费城证券交易所（PHLX）和芝加哥期权交易所 CBOE，发现交易员通过预设价格的虚假交易来造成损失以避税。这些交易额非常巨大以致造成交易量数据的扭曲失真。

美国国税局开始质疑税收跨期的做法，并且拒绝此类交易形成的损失进行税收抵扣，因为这些交易都是虚假的而且没有带来实际的经济损失。西部乡村歌手威利·尼尔森（Willie Nelson）由于期货税收跨期交易而受到国税局 IRS 的调查。他被迫卖掉他的大部分资产才能缴齐税款。在一个案件中，一名客户由于 IRS 不允许其就跨期交易形成的损失进行税收抵扣而起诉美林公司，因为是美林公司推荐其进行这种交易并为其执行了交易。美林公司试图通过为客户支付税款来取得和解，但被 IRS 驳回。当公司董事长唐纳德·里根（Donald Regan）被提名为财政部长时，该案件曾被人们广泛关注。但 IRS 也没有理由沾沾自喜，其拒绝跨期交易损失抵税的举证过程非常繁杂，并因此受到人们诟病。即使如此，国税局在 20 世纪 80 年代还是查缴了富裕阶层利用税收跨期交易逃避的 35 亿美元税款。1981 年的《经济复苏法案》改变了商品期货交易的税收规则，逐渐缓解了这种情况。税收规则的改变极大地减弱了公司与个人从事税收跨期交易的动力。

其他违规行为

CFTC 继续致力于限制交易所的非竞争性交易。它们对纽约棉花交易所进行的避税交易提起刑事和民事诉讼，并对交易商征收了总计 50 万美元的民事罚款。CFTC 还指控 43 名经纪商和经纪公司参与了纽约商品交易所黄金和白银期货的非竞争性交易。交易所本身被罚款 20 万元。CFTC 还曾对芝加哥交易所的国库券期货非法交易行为提起诉讼。CFTC 于 1977 年对中美洲交易所提起了纪律处分，因为它们没有执行其关于不当交易的规定。在一项涉及美

国国际贸易公司的案件中，CFTC 指控被告进行了以获取佣金为目的的虚假交易，而这些虚假交易是为了实现在客户账户之间转移资金。这些交易都是通过中美洲商品交易所的交易员杰克·萨维奇（Jack Savage）完成的，后来此人被定为重罪。

CFTC 遇到了许多骗局。在涉及圣路易斯城堡贸易公司的一起案件中，CFTC 指控该公司利用《偷窃的许可证》（*A Liscense to Steal*）一书的作者来推广其交易计划。从这项推广活动中获取的客户资金被 Citadel 公司反复进行交易，以至于大部分的资金都花费在支付交易佣金上。公司与《偷窃的许可证》的作者共享佣金收入，并支付到该作者的一个名为“ALTS”的离岸账户里，这个账户的名字是这本书名的首字母。在另一起案件中，CFTC 发现，一个名为奇尔科特组合管理公司（ChilcottPortfolio Management）的商品投资池中的客户被骗取了超过 8 000 万美元的资金。这家公司还牵涉宾夕法尼亚广场银行的倒闭案件。CFTC 发现一个名叫伯纳德·斯瑞儿（Bernard Striar）的人从加利福尼亚州南部的投资者那里获得了数百万美元的资金。后来 Striar 携款潜逃，CFTC 发现他在几个城市都有家庭并使用不同的别名。后来他被抓住并被判入狱。另一项 CFTC 的调查发现，芭芭拉·斯科鲁帕卡斯（Barbara Skorupakas）从底特律的波兰社区成员那里获得了 300 万美元，用于投资商品期货。CFTC 就其欺诈性销售活动启动了诉讼调查。在这一诉讼还悬而未决之时，Skorupakas 就已经组建了更多的商品组合投资池，并从客户那里获得额外的 70 万美元资金。还有一项 CFTC 的案例，发现拉里·平克尼（Larry Pinckney）使用 Big Red 商品公司（Big Red Commodity Corporation）的商品组合投资池从客户手中偷取了大约 20 万美元的资金。他因此而被判入狱。

1980 年 1 月 4 日，卡特总统在苏联入侵阿富汗之后对其进行粮食禁运。CFTC 宣布因市场形势紧急，暂停小麦、玉米、燕麦、大豆、豆粕和大豆油期货合约交易两天，以避免市场中断。禁运被证明是不受农民欢迎的。卡特总统宣布政府将花费超过 20 亿美元购买禁运粮食。他的接班人罗纳德·里根随后解除了禁运，并达成了向俄罗斯人进一步销售粮食的协议。国会限制了总统封锁粮食出口的能力。国会仅允许总统在预见到战争或其他的国家紧急情

况下才可以禁止粮食出口。

期权交易所

SEC 监管的期权交易所继续保持增长。CBOE 于 1977 年开始交易看空期权。最初交易的是“美式”期权，这种期权可以在到期日之前的任何时间行使。后来才开始交易“欧式”期权，这种期权是仅在到期日或其他有限的时期内才能行使的期权。提供了 200 多家公司的股票期权交易的 PHLX 日益成为外汇期权的中心。在 20 世纪 80 年代，AMEX 提出要开设金条价值挂钩即期本票的看空和看多期权的交易，但该计划并未开展。1980 年，SEC 随机授权各家期权交易所挂牌交易不同种类的期权。后来，到 1989 年，SEC 决定允许期权在多个交易所同时挂牌交易，由此意味着交易所可以就某些热门证券的期权互相竞争。期权定价理论和各种资本定价模型也变得越来越复杂，这也提高了包括迈伦·斯科尔斯（Myron Scholes）和费希尔·布莱克（Fischer Black）等经济学家的声誉。

衍生证券的另一种形式是“影子”股票和“股票升值权”，它们多年来一直被用作对高管的业绩激励。影子股票根据公司股票的表现向管理层发放奖金。在某些情况下，影子股票也被用于跟踪子公司的业绩表现。股票升值权与之相似，高管可以分享公司的股票在一定时期内的价格上涨收益，但不会收到股息。

指数期货

SEC 和 CFTC 之间还会爆发更多的冲突。国家生产交易所（National Produce Exchange）在 1968 年提出交易道琼斯指数期货，SEC 拒绝对其授权开展这一交易。然而，CFTC 的成立抢占了 SEC 曾经可能拥有的对期货交易所的所有管辖权。堪萨斯城贸易委员会获得了 CFTC 的许可，开始交易价值线平均股票指数期货。这些于 1982 年开始交易的期货合约是基于价值线平均股票指数里 1 700 只个股的价格变动，这其中大部分是纽约证券交易所上市的证券。股指期货与传统农产品期货不同，因为根据合同规定并不需要进行商品的交割。

期货价格的差额以现金进行结算。从实际操作来说并没有很大的区别，因为大多数期货合约在交割实际发生之前就已经被平盘。现金结算的期货合约存在的问题是，各州早期制定的限制投机商豪赌的法令可能会使这些期货合同无效。国会宣布由 CFTC 负责监管的此类期货合同可以免受州法律的制约。

堪萨斯市价值线合约很快就变得比芝加哥商品交易所交易的标准普尔 500 指数期货合约更受市场欢迎。CBOT 曾试图开设道琼斯指数期货合约。然而，道琼斯以自己控制着这一名称的使用权为由起诉交易所。伊利诺伊州最高法院禁止 CBOT 在没有道琼斯公司许可的情况下使用道琼斯名称。CBOT 直到 20 世纪 90 年代末才获得使用许可。标准普尔还试图阻止纽约的 Comex 交易所使用其指数开设期货交易，因为它已被授权给芝加哥商品交易所。股票指数期货显然是证券行业的产品，但现在属于期货行业。到 1983 年，CFTC 批准了 5 个股票指数合约的交易。当时期货交易所每天交易约15 000张股票期货合约。股指期货交易的名义美元金额很快超过纽约证券交易所交易的股票金额。1983 年 8 月，CBOT 开始了国债期货的期权交易。纽约证券交易所成立了纽约期货交易所，作为附属公司进行商品期货交易。开始交易以纽约证券交易所综合指数为标的的股指期货。证券业也试图通过期权交易所反击。CBOE 宣布计划交易吉利美期货合约的期权，从而与 CBOT 交易的吉利美期货合约直接进行竞争。然而事情的发展一波三折，结果令人惊讶，CBOT 成功说服了芝加哥联邦上诉法庭的法官，鉴于拥有管辖权的 CFTC 并没有批准这种交易，因此 CBOE 不应该被允许交易这种期权。

《沙德—约翰逊协议》

认识到自己与 CFTC 在管辖权争斗中已经失败，SEC 的主席不得不坐下来与 CFTC 的主席就各自的司法管辖权谈判并达成协议。简而言之，这一协议——《沙德—约翰逊协议》——给予了 CFTC 独家管辖证券或其他大宗商品的所有期货交易和大宗商品的期权交易的权力。SEC 被授予在证券交易所交易的单只证券的期权和货币期权的专属管辖权。《沙德—约翰逊协议》禁止交易单只证券的期货合约，这一限制直到 2000 年 12 月才被解除。《沙德—约

翰逊协议》涉及两个机构关注的另一个领域——对股票指数的管辖权。SEC被授予在证券交易所交易的股票指数期权的独家监管权。CFTC则被授予了对股指期货和股指期货期权的专属管辖权。

国会随后将《沙德—约翰逊协议》颁布成为法律。国会给予了SEC部分政策倾斜，授权其拥有对CFTC额外新批准股指期货合约的否决权。毫无意外的，两家机构之间就SEC在新设股票指数期货否决权的运用上很快爆发了争端。SEC于1983年驳回了芝加哥商品交易所提出的小型股股指期货合约，但SEC和CFTC之间就细分股票指数期货的审批标准达成了另一项协议。该协议规定了CFTC批准细分股票指数期货合约的最低标准。这项协议在一定时期内平息了两家监管机构间的冲突，但在20世纪末又爆发了另一次争端，争执的焦点是继1997年道琼斯授权交易其期权和期货之后，CBOT寻求进一步开设以道琼斯细分指数为标的的产品。SEC批准证券交易所开设道琼斯指数和道琼斯交通运输和公用事业指数的期权交易，但否决了在商品交易所开设这两个指数的期货交易。CBOT提出诉讼，芝加哥上诉法院于1999年8月驳回了SEC的决定。SEC仍然继续反对CFTC侵入证券领域。在其众多质疑中，SEC曾提出期货交易所是否应保留制定指数期货合约保证金比率的权利。SEC担心偏低的期货保证金比率会刺激投机者的交易，而这些交易会增加股市的价格波动性。SEC希望美联储为这些金融工具设定保证金比率，以遏制投机行为，就像美联储在证券合约中所做的那样。SEC对期货保证金比率的担忧显示出SEC和CFTC在监管方法上存在的众多差异之一。在期货行业，保证金比率是由交易所设定的，而不是联邦政府。期货保证金比率被视为确保履约的工具，而不是用来阻止投机行为的工具。在证券业方面，美联储决定保证金比率由SEC执行，旨在遏制投机以及控制证券交易的融资规模。在期货行业，国会一再拒绝由联邦政府负责监管保证金比率的提议。在1980年的亨特兄弟白银市场崩溃事件之后，国会再次考虑是否应该授权CFTC监管期货合约的保证金比率。国会授权CFTC仅在紧急情况下拥有对期货合约保证金比率进行有限调整的权力，而CFTC宣称这种紧急情况从未出现过。美联储在1980年审查股指期货合约，以确定是否应对该类交易施加更高的保证金比率。其

调查结论认为这种做法并不合适。但 SEC 并没有放弃，它仍然想提高期货合约的保证金比率。

SEC 和 CFTC 监管理念的其他差异扩大了这两个机构之间的分歧。SEC 长期以来一直提倡证券业的适用性观念。这一原则禁止经纪商向客户提供不符合其投资目标和财务状况的投资建议。但 CFTC 拒绝将这种理念用于期货交易。相反，它要求期货公司向客户提供一份单页的披露声明，在其中明确期货交易存在的重大风险，并警告客户需要自己来考虑期货投资存在的风险是否与其自身的投资目标相一致。因此，适用性决定留给了期货行业的客户。

SEC 禁止经纪人进行“搅拌”交易，即通过在其控制的账户中过度交易而获取佣金。CFTC 也制定了类似的禁令，但允许的交易频率更高，因为期货合约期限较短往往被用作交易策略的一部分，因此需要进行大量的交易。期货和证券的交易系统差异很大。CFTC 要求以拍卖式的过程进行期货合约交易。而早在 1792 年签署“Buttonwood 协议”时，证券业就已经放弃了这类拍卖系统。SEC 允许进行大宗交易，大宗订单在交易前就已经预先安排好交易要素。这种大宗交易的模式在证券行业被认为是理想的，因为它们避免了将这种大宗交易直接抛向市场时可能引发的不稳定。相比之下，当涉及期货合约时，CFTC 认为在某一价位大额下单是重罪。CFTC 希望所有的订单，无论其大小如何，只能在交易所中进行公开的拍卖。期货行业和 CFTC 已经作出了一些努力，允许进行“阳光”交易，即就一些大宗交易可以进行事先讨论。

财政部修正案

CFTC 的创立导致了其他一些监管和管辖权问题。被称为《财政部修正案》的条款被加入 1974 年《商品交易法》，豁免某些特定的金融工具可以不受 CFTC 的管辖。豁免的交易包括外汇、证券权证、证券权利、回购选项、政府证券、抵押贷款和抵押贷款承诺，除非这些交易涉及在某些“交易所”进行的远期交割交易。CFTC 多年来一直争论认为该修正案仅限于以公司机构为交易对手的交易，但这种观点并没有被广泛接受。银行间货币市场不接受小

额投资者，但富人可以参与。CFTC试图进一步通过排除富裕的个人投资者来进一步缩小银行间市场范围。该机构于1985年发布了《财政部修正案》的法定解释，指出只有在银行和其他机构之间进行交易时，涉及外币的金融工具的交易才可以豁免于CFTC的监管。

CFTC的解释在金融界引起了争议。批评者认为，至少在19世纪初，富人就开始参与场外的外汇货币市场。在《财政部修正案》被通过时，富裕人士仍在参与场外的外汇货币市场。美联储和财政部是抗议CFTC的主力之一。CFTC随后让步，表示将重新审查这个问题。经历了几年的诉讼之后，CFTC仍试图进一步解释《财政部修正案》对货币交易的适用性。虽然CFTC最终勉强放弃了自己的立场，不再坚持将富裕的人排除在《财政部修正案》的豁免范围之外，但关于小客户参与的场外交易是否可以被豁免的问题仍然存在。最高法院多年后在Dunn诉CFTC一案中裁定，《财政部修正案》适用于所有的外汇货币交易，除非他们在“交易所”中进行交易。[①]然而，CFTC继续抗争，声称任何人在场外出售期权都构成某种形式的“交易所”交易。

金融期货

期货业和证券业的整合继续进行。1969年时，牲畜和冻肉期货占据了芝加哥商品交易所85%的成交量。5年后，美国各个交易所中金融期货合约成交量比重已经接近40%。这一比例还将不断提高，直到各种金融产品的期货和期权占据主导地位。这种变化是由于银行、储贷协会和其他金融机构开始参与到期货市场中来。1976年，货币监理署宣布国民银行可以参与的大宗商品期货的交易包括GNMA债券期货和国库券期货，只要这些交易是为了对冲或减少利率波动带来的风险。银行的信托部门也为其客户参与这些交易。监理署发布了一项通告，要求这些交易必须是对冲性的或非投机性的。随着其利率风险的增大，储贷协会也成为进入这种交易的另一类机构。它们被允许使用期货来对冲其与联邦住房贷款银行委员会和美联邦储蓄和贷款保险公司

① Dunn v. Commodity Futures Trading Commission, 519 U. S. 465 (1997).

有关的资产组合的风险。

银行的期货交易规模不断增长，因此财政部和美联储在 1978 年启动了一项研究来确定这些交易是否有效对冲了银行的利率风险。这项研究发现，期货为银行及其客户所广泛使用。利率期货合同有其优势。利用利率期货交易可以有效对冲利率风险。研究得出结论，期货市场有助于重新配置风险和聚集信息。虽然需要一些额外的监管，但是整体来说，期货交易让银行业受益。这项研究甚至还发现期货市场中广泛存在的投机行为也是有益的。投机交易可以为对冲者提供流动性。投机者也为市场提供了信息，因此可以确保定价更加有效。

还有其他机构也进入了期货市场，包括保险公司和共同基金。它们利用这些市场来对冲利率风险和其他风险。1982 年 9 月，负责《雇员退休收入安全法案》（ERISA）实施的劳工部也公开发表意见，同意作为养老金计划的受托人可以将商品期货合约加入作为其整体投资策略的一部分。随后几年，美联储也指出，虽然传统上将期货视为投机工具，但是在现代投资组合理论下，使用期货合约已经为机构资金管理者所广泛接受。美联储认为，金融期货合约可以被正确的用于减少资产组合的整体风险，或者在不产生不合理风险的前提下增加组合收益。

国会还要求 CFTC、SEC 和美联储以及财政部开展了一项联合调研。调研在 1984 年结束，研究发现没有证据表明国债期货的交易导致国债价格不稳定，也没有证据表明期货市场给资本形成带来了任何负面影响。这项联合研究确认金融期货实际上增强了这些市场的流动性。这项研究同时也对股指期权和股指期货的套利交易造成的价格偏离表示出忧虑。

内幕交易和其他忧虑

CFTC 发表了关于期货行业内幕交易研究的报告。但 CFTC 拒绝适用为证券行业所广泛使用的内幕交易原则。CFTC 发现，期货业中的大多数信息是“市场”信息，而不是用于交易公司股票时的“内部”信息。CFTC 断言，不应该阻止那些高度掌握影响市场价格的信息的人进行交易。相反，这些人应

该得到回报，因为他们将通过买卖命令将这些信息提供给市场。这使得商品的定价更有效率。[①] CFTC 也建议认为，政府官员和交易所的雇员可能会有一些内幕信息不应该被用于交易。此后，CFTC 通过了规范这种交易的规则。

CFTC 的内幕交易报告。并没有关注一项涉及所罗门兄弟的首席经济学家亨利・考夫曼（Henry Kaufman）的小插曲，因为认为无关紧要考夫曼在 1982 年 8 月宣称利率将会回落。他的预测为市场所紧密关注，因此往往给债券市场价格带来影响。确实，在 20 世纪 80 年代，考夫曼“可以说是世界上最具影响力的金融预报员”。他曾对加息进行过准确的预测，被称为“厄运博士”。[②] 在他于 1982 年 8 月作出预测之前，所罗门兄弟公司购买了数百万美元的金融产品期货合约，并随着考夫曼预测的公布而获利。但 CFTC 没能发现预测公布和购买期货合约之间存在联系。

1982 年，CFTC 提出对商品期货合约交易收取用户费，用于支付期货监管机构的费用。这个建议由于受到期货行业的强烈反对而没能实施。国会确实授权 CFTC 监管介绍经纪人，这是一类将其客户订单介绍给期货佣金商的公司。国会还授权开展一项为期 3 年的交易所交易的农产品期权试点计划，这个方案是成功的。《商品交易法》还另外添加了一项条款来规范违反该法案的私人诉讼权利。这些权利已经得到最高法院的承认，但国会通过法案修正案缩小了这一权利的范围。

如何监管“双重”交易者（在交易大厅内可以同时为自己的账户交易和执行客户订单交易的个人），是 CFTC 长期酝酿试图解决的问题，但成效并不大。允许双重交易为经纪人提供了利用价格波动以不利的价格执行客户合约进行欺诈的机会，特别是在不稳定的市场中。CFTC 希望在不要求记录交易执行时间的交易所中禁止进行双重交易。但业界强烈反对这一立场，最终 CFTC 作出让步。相反，它要求建立归类系统，在该系统下，订单被编码从而可以将执行时间锁定在半小时的时间区间内。但这仍然给交易滥用留下了很大的空间。CFTC 在 1984 年试图实施时间戳要求，但再次遇到了抵制。两年后，

---

① 商品期货交易委员会，获悉实质性非公开信息者进行期货交易的性质、范围和影响的研究。

② Tim Carrington, *The Year They Sold Wall Street*, p. 204.

它宣布交易所需要将交易执行的时间锁定在一分钟内。再一次遇到反对，这个要求先后被推迟了几次实施。无法逐位跟踪造成的风险将在几年后暴露于联邦调查局的大规模清查行动中。

期货市场还出现了许多其他问题。CFTC 必须对木材期货、九十天国库券期货、黄金期货、活牛期货、五花肉（猪腩）期货和其他农产品期货进行特别监督。1982 年，玉米期货和猪腩期货都出现过价格异动。1985 年，可可期货、股指期货和几种粮食期货也都出现了波动率异常。1986 年，牛期货、股指期货和棉花期货出现价格异常偏离。干旱导致了粮食市场价格波动性增大，橙汁期货和铜期货出现交易拥堵现象。CFTC 还发现期货合约的未经授权交易的问题，主要是因为期货交易订单通过经纪人的电话确认，这往往导致误解，并为欺诈打下基础。许多案件发生在未能根据客户授权正确执行交易的经纪人身上。

丑闻

非法运营商（fly - by - night operators）的场外操作继续困扰着 CFTC。1983 年在圣地亚哥发生丑闻，当时 J. David&Co. 被发现涉嫌向公众投资者销售虚构的外币兑换合约的“庞氏骗局”。该公司的所有者 J. David Dominelli 据称在加利福尼亚诈骗了投资者超过 1 亿美元。他逃到蒙特塞拉特岛，但最终被引渡回加利福尼亚州的监狱。与实际不拥有任何黄金的经销商进行黄金交易的投资者们损失了数百万美元。其中一些交易的是所谓伦敦本地（Loco）黄金，这涉及伦敦市场复杂的黄金交易。另一件商品丑闻涉及亿万富翁男孩俱乐部，这是加利福尼亚一群年轻男子经营的投资集团。由于投资损失和绑架阴谋最终导致一名俱乐部成员的富翁父亲被杀，绑架的赎金计划用来弥补交易的损失。两名俱乐部成员因谋杀罪被定罪，但由于审判程序上的错误，20 世纪末该案正在重审。

在另一项丑闻中，世界上最大的商品交易商之一的马克·里奇（Marc Rich）因为在联邦税收上的几项违规行为遭到起诉。里奇拒绝提供政府传票中要求的文件，声称这些文件受到瑞士《保密法》的管辖。联邦地方法院宣布

一旦他没有遵守命令提供这些文件，就每天罚款五万美元。在这场战斗中，美国检察官办公室被告知，里奇正在向国外偷运相关文件。政府截停了瑞士航空公司的飞机，并查获了装满文件的两个大皮箱，这些文件本应该交给联邦法院。里奇和他的商业伙伴 Pincus Green 后来逃离了美国，并在瑞士祖格居住，以避免被起诉。瑞士政府拒绝引渡逃犯。里奇从而能够从美国卷走数百万美元，继续在瑞士进行交易。克林顿总统在其执政的最后几天里赦免了里奇，从而产生了他前妻通过巨额政治献金换取其被赦免的丑闻。

交易所的扩张

纽约期货交易所于 1977 年将其运营场所整合搬进了世界贸易中心大楼。纽约商品交易所开始扩大其能源类产品的期货合约范围，包括含铅汽油和原油以及随后的无铅汽油。该交易所里还曾拍摄了电影《交易场所》，电影描述了期货市场上一个骗局。纽约商品交易所拒绝了 Maidenform 公司要求在交易所内为一名身着胸罩的模特拍照的请求，拍摄标题为《我梦想可以在我的少女胸罩上交易》。

CFTC 批准新加坡国际货币交易所（SIMEX）和芝加哥商品交易所（CME）互相联通，开展欧元和其他外币的期货合约的交易。此项联通允许美国客户在 CME 关闭后仍然可以下单进行交易。美国经纪人可以在收盘后将订单输入系统，并在 SIMEX 上执行。在 SIMEX 或 CME 都可以进行交易平盘。电脑交易渐渐兴起。尤金·格鲁默（Eugene Grummer）引领了百慕大国际期货交易所（INTEX）的发展，该交易所被设计用于开展电脑交易。INTEX 的交易由伦敦国际商品交易中心清算。INTEX 开始交易黄金合约和“干散货指数”，这是一个基于干散货船租金的指数。这两种合约后来都因为缺乏参与者而停止交易。基于计算机系统的商品交易所的世界能源交易所也没有取得成功。另一个香港开发的自动交易所也失败了。

期货交易在伦敦变得流行，并传播到其他国家。当这些交易涉及位于美国的客户时，这引起了美国监管机构的关注。外汇期货将在未来几年对美国期货交易所构成威胁。期货市场的日益国际化引发的另一个担忧是外国人在

美国交易所进行交易。CFTC 开始对持有大仓位的具有操纵市场或扭曲价格威胁的外国交易者进行所谓的“特别电话”沟通。这些交易者往往拒绝提供信息，声称其主国的银行或《商业保密法》禁止其披露这些信息。CFTC 对多家这类公司提起了诉讼，包括数家瑞士的银行，其中包括瑞士银行（Banque Populaire Suisse）和 Ralli Brothers（Bankers）S. A.。在一项案件中，CFTC 试图找出 Wiscope SA 所代表的交易客户，但是该公司拒绝提供这些信息，并认为在瑞士法律下这是保密信息。CFTC 对该公司实行了制裁，制裁理由是该公司拒绝披露自己代表谁在进行交易。但纽约联邦巡回法院驳回了这项制裁，因为 CFTC 在提请制裁时没有采用适当的程序。[①]还有一项诉讼是针对一个英国的咖啡商 Alan J. Ridge&Co. 公司。

第2节 人质、回购和其他事件

1979 年伊朗革命推翻了 Shah Muhammad Reza Pahlavi 政府，并抓捕了美国大使，美国立刻冻结了伊朗在美的资产。美国政府似乎无力处理这场危机，但花旗银行和大通曼哈顿银行的律师事务所正在与伊朗进行谈判，希望恢复原有的商业权益。谈判的直接成果之一是释放被扣押为人质的 66 名美国人以及美国大使，此外的成果还包括建立起美国公司向伊朗提出的大量索赔请求的处理程序。然而释放人质的时间太迟，并无法挽救卡特的总统职位，早就因无法处理日益恶化的经济形势而饱受责难的卡特总统因伊朗人质事件而终于下台。

里根政府

在 1980 年的总统选举中，罗纳德·里根在供给学派经济理念的指导下击败了卡特，里根认为减税将推动经济活动增长。这个概念显然是来自安德鲁·梅隆，他曾担任卡尔文·柯立芝总统期间的财政部长。供给学派经济学

① *Wiscope v. Commodity Futures Trading Commission*, 604 F. 2d 764 (2d Cir. 1979).

的目标是减税，以便将更多的资金投入经济投资和提高生产力。这个理论并没有得到普遍的肯定。曾任美国中央情报局局长和未来的美国总统乔治·布什（George Bush）将里根的这个计划称为“巫术经济学”，他在初选阶段极力反对里根。

到1980年，有31个州批准了一项请愿书，要求在宪法中加入《平衡预算修正案》。只需要再有3个州同意就可以通过修正案，但所需的这一数目却最终没能达到。由于修正案没有通过，联邦政府赤字在“里根经济学”理念下快速暴涨。里根总统时期联邦赤字扩大了3倍，占国民生产总值的比例从2%提高至6%。国防开支快速增加。农地补贴项目在1983年投入200亿美元，比1981年增长百分之五十。“实物支付”方案导致补贴金额增加了100亿美元，这个方案允许农民将农田休耕的同时获得政府以库存粮食形式的补贴。大幅减税使得政府支出和收入之间的赤字进一步扩大。《1981年经济复苏税法》允许对退休储蓄进行税收扣减，放宽现有的免税政策，降低遗产税和赠与税税率，提高了不动产征税起征点。非劳动收入的最高征税比例从70%降至50%。

1980年时，石油输出国组织（OPEC）的石油价格为每桶32美元，远高于1978年的每桶13美元。财政部宣布停止政府黄金拍卖，推动黄金价格大幅上涨。1981年1月21日黄金价格达到每盎司850美元，但随着通货膨胀的冷却，金价暴跌。年底时，黄金价格为每盎司300美元。1981年，财政部成立了一个委员会，研究黄金在政府财政中的作用。除了要求政府维持黄金储备以外，该委员会未能就黄金有任何独特的结构性作用达成一致。

里根政府期间美联储处于沃尔克时代，他将国家的注意力都集中于美联储政策对经济的影响。沃尔克推行强硬的货币政策并战胜了通胀，通胀水平在1981年10月下降到4%。国库券收益率水平在1982年6月报收于13.32%，在1982年8月即下降到8.66%。但为战胜通胀也付出了高昂的代价，美国陷入了自20世纪30年代大萧条以来最严重的衰退。房屋开工下滑，新车销售下滑。底特律失业率在1980年接近25%。到1982年，全国失业人数超过了全国劳动人口的10%以上。1982年，有超过65 000家商业企业破

产，自1932年以来首次出现这么高的数字。钢铁工业连续五年亏损，1982年到1986年共计损失110亿元。经济衰退令美联储的独立性受到关注，因为它拒绝对政治压力作出反应去缓解经济衰退的负面影响。

放松监管

80年代再次就金融服务行业的监管展开辩论。许多人认为，政府监管太多对企业造成不必要的成本，损害了企业的竞争力。放松管制的支持者则侧重于“推倒隔离不同金融行业的墙壁，重组监管框架，以提供更适当和更有效的监管”。[①]放松管制的批评者担心，取消监管限制将使银行和其他大型金融机构的力量变得更加集中，提高对客户的收费，赶走小银行，损害社区和小投资者。这次辩论的大多数参与者并不主张取消对银行业或证券业的监管。“公众和大多数金融机构自身都不愿意回到野猫银行和股票操纵的时代。”[②]

由副总统乔治·布什主持的金融服务管理工作小组讨论了这些问题。工作小组包括唐纳德·里根、财政部长、司法部长、预算办公室主任和美联储主席，以及其他几个监管金融服务机构的负责人。工作组于1984年9月24日发布报告，得出结论：“金融市场是美国经济的中枢神经系统”[③]。而且，对其监管得太多而不是太少。有七个联邦机构来监管金融服务业，这些机构里有超过38 000名全职员工，基本上侵入了金融的各个领域。布什工作组建议将联邦的银行监管机构数量从3个减少到2个，在财政部设立一个新的联邦银行局，根据《银行控股公司法》重新分配监管授权，并将联邦存款保险公司限于仅负责管理存款保险制度。工作组建议将反垄断及对证券业的监管归于一个机构来负责，而不是由五个不同的机构共同管理。

---

① Jane W. D'Arista, *The Evolution of U. S. Finance: Restructuring Institutions and Markets*, p. 55.

② Jane W. D'Arista, *The Evolution of U. S. Finance: Restructuring Institutions and Markets*, p. 54 – 55.

③ U. S. Task Group on Regulation of Financial Services. *Blueprint for Reform: The Report of the Task Group on Regulation of Financial Services*, p. 8.

美国的投资者

1976 年，美国大约 12.5% 的人口生活在贫困线以下。到 1980 年，美国 10% 的家庭拥有全国 86% 的净金融资产。55% 的美国家庭资产净值为零或负值。即使如此，20 世纪 80 年代开始，有 3 000 万名美国人持有股票。金融机构给小投资者提供了一些新的投资机会。大通曼哈顿银行提供一种市场指数投资，允许存款人获得基于标准普尔 500 指数涨幅的回报率。女性股东人数也不断增加，但其中只有 13% 的股东是积极投资者。妇女在财务上开始得到更多的保护。在亚利桑那诉诺里斯案中，最高法院裁定，根据 1983 年以后缴纳金额计算的退休福利不得区别性别差异。[①] 法院裁定，女性的福利津贴低于男性的做法违反了《民权法案》第七章的相关规定。

大多数经纪公司要求客户签署仲裁协议，客户必须同意将其账户争议提交行业指定的陪审团来仲裁。这阻止了客户在法庭上起诉经纪人的可能性。虽然最高法院最初拒绝承认在证券有关的起诉中使用仲裁的方式，但后来又改变了自己观点并开始广泛支持采用仲裁方式。经纪公司提供股利再投资计划，允许持有股票的客户以低于市价的折扣价格从上市公司直接获得额外的股票份额。股票贷款是券商（编者按：此后将 broker - dealer 统一为券商，与中国市场的名称保持一致。而且随着美国金融业整合的加深，证券行业的各家机构基本都可以提供全面的证券类金融服务，因此不再对其进行区分。）对资深客户提供的一种金融服务。1982 年底，证券贷款的规模超过 80 亿美元。股票贷款通常是根据主协议进行的，据此券商借出资金或股票。股票贷款通常由备用信用证保护，以确保其履约。

SEC 于 1982 年通过了一项综合信息披露制度，将《1933 年证券法》所规定的披露原则与《1934 年证券交易所法》规定的上市公司定期报告的披露要求相结合。SEC 第 415 条法规通过，开始实行“货架”（shelf）注册发行的模式，公司在提交发行证券的单一注册声明后可以在两年内随时多次发行债券。

---

① *Arizona Governing Committee for Tax Deferred Annuity and Deferred Compensation Plans v. Norris*, 463 U.S. 1073（1983）.

在这种模式下不必再向 SEC 进行频繁的、耗时的发行注册申请。只要提前 24 小时通知 SEC 就可以进行货架注册发行。货架登记减少了参与承销的公司数量，从而降低了债券承销的成本。

到 1981 年，在场外交易市场上有大约 30 000 笔政府和企业债券发行。机构投资者在纽约证券交易所交易量中占比超过 70% 以上。SEC 经常豁免机构投资者对信息披露的要求以及其他联邦证券法规的要求。“据了解，即使在颁布《1933 年证券法》之前，机构投资者在购买证券时也不需要遵循该法案的强制性披露制度。这些投资者可以‘照顾好自己’。”[①] 到 1985 年，机构投资者拥有自由流通公司股票的 30%，将近 80% 的公司债券和超过 40% 的国债余额。20 世纪 80 年代开始，不同类型的机构投资者持有资产金额分解如下：商业银行持有约 1.3 万亿美元，储贷协会约 5 800 亿美元，人寿保险公司和退休基金各自持有 4 000 多亿美元。共同基金是另一类不断增长的机构投资者。在 1955 年至 1961 年，它们的持有规模从大约 10 亿美元增加到超过 200 亿美元。

养老金计划是 1960 年至 1990 年增长最快的机构投资者。1982 年，25 家银行、保险公司和投资顾问管理了私人养老金计划持有的 5 690 亿美元资产中的一半规模。银行家信托公司管理的员工养老金计划资产规模超过 210 亿美元。养老基金独自持有美国自由流通的权益类证券约 20% 的比例。养老金计划的管理人是积极的交易者。1985 年，养老金计划组合的平均换手率近 70%。但养老基金的管理并不总是成功的。养老金福利担保公司（PBGC）面临 13 亿美元的赤字。其中很大一部分是源于 1985 年惠灵顿匹兹堡钢铁公司养老金计划中投资亏损造成的近 5 亿美元的损失。到 1990 年，PBGC 的财务风险约为 80 亿美元。

其中有 20 亿美元是 1986 年申请破产的 LTV 公司的养老金计划的投资损失造成的。PBGC 加强了其管理程序来控制风险敞口。同时，确定性回报的福利计划不断减少，投资份额类养老金计划快速增长。

---

① Joel Seligman, *The Transformation of Wall Street: A History of the Securities and Exchange Commission and Modern Corporate Finance*, p. 570.

整合

金融服务业不断整合。37 个机构投资者管理着受益人所有资产的一半，控制了大约 1.2 万亿美元的资产。1984 年，10 家最大的证券公司进行了超过 50% 的证券承销，并获得约三分之一的经纪佣金收入。12 家证券公司占据了行业资源总量的 50% 以上。1986 年，5 家管理承销商占据了公司债券发行业务的近 95% 份额，还有很大比例的其他类型产品。合并进一步深化了行业整合过程。Blyth，Eastman，Dillon 公司在 1979 年 10 月与潘恩·韦伯公司(Paine Webber) 合并。由于它们之间不同的记录系统，这次兼并几乎导致两家公司破产，但这一问题最终得以解决。在 1980 年的白银危机期间，由于得克萨斯州达拉斯的亨特家族在白银持仓上的违约，贝奇公司几乎被摧毁。亨特兄弟将其原本持有的贝奇公司股票卖给了一直在寻求收购接管贝奇公司的贝尔茨堡。但是，贝奇公司找来了美国保诚保险公司作为“白衣骑士”(善意收购者)。保诚在 1981 年正式收购了贝奇公司，并更名为保诚—贝奇证券(Prudential - Bache Securities)。贝奇公司还曾尝试收购一家西海岸的公司 Bateman Eichler Hill Richards，但是收购竞争中败给了 Kemper Insurance。

美国运通在 1850 年起步时是一家非公司制的合伙企业，从事快递业务，后来逐步购入了投资银行和经纪公司，包括华尔街上第二大的经纪公司 Shearson，Loeb，Rhoades。为了进一步扩大其金融服务范围，美国运通收购了纽约的投资银行雷曼兄弟公司，以及亚特兰大的罗宾逊—汉弗莱公司 (Robinson - Humphrey)。美国运通国际银行的业务通过收购 Edmond Safra 所拥有的日内瓦贸易开发银行进一步得到补足。美国运通拥有消防员基金保险公司，并收购了 Alleghany Corporation 的投资者多元化服务业务板块。美国运通公司的董事会主席詹姆斯·罗宾逊三世推动公司扩张进入金融服务领域，但这是一项代价昂贵的实验。美国运通公司向 Shearson 公司投入 40 亿美元，但这项投资最终没有成功，而且美国运通核心的信用卡业务也出现恶化。桑迪·威尔(Sandy Weill) 于 1983 年成为美国运通总裁，但很快被路易斯·格斯特纳(Louis Gerstner Jr.) 取代。

公平人寿保险公司（Equitable Life Insurance Company）收购了 Donaldson，Lufkin&Jenrette（DLJ），该公司是首批上市的一家大型经纪公司。到 1989 年，DLJ 和 Alliance Capital（收购的另一家基金管理公司）占公司盈利已经超过一半。西尔斯公司（Sears Roebuck&Co.）在 1981 年 10 月宣布，要购买美国最大的房地产公司 Coldwell Banker。三天后，西尔斯公司又收购了第五大证券经纪公司添惠（Dean Witter）。西尔斯的战略是成为美国最大的金融服务公司。这是多家公司计划成为“金融超市”的信号。西尔斯现在销售的是“股票和袜子”，但对金融服务行业来说这并不是什么新鲜事物。西尔斯已经拥有了全州保险（Allstate）和一家储蓄银行，并在其零售业务中为客户提供了大量消费信贷。西尔斯想在其零售店中创建金融中心，但是西尔斯与添惠证券的联合并没有持续太久。彭尼公司以及克罗格杂货店连锁店也都在探索进入金融服务业的机会。

价值 2 亿美元的一家金属贸易公司飞利浦兄弟（Philipp Brothers，Phibro）与矿业公司恩格尔哈德工业（Engelhard Industries）的合并很快就失败了。Phibro 于 1981 年从恩格尔哈德工业公司分拆出来，并被所罗门兄弟（Salomon Brothers）收购。这两家公司的控股公司叫作 Phibro－Salomon。所罗门的一名合伙人，迈克·彭博（Michael Bloomberg）在合并后被解雇。彭博获得了 1 000万美元的遣散费。他充分利用了这笔钱，随后创建起一个包括电视网络和庞大数据库的大型财务信息服务公司。1981 年，全球建筑公司（Bechtel Corporation）持有了 Dillon Read 的多数股权，但这种关系很快就崩溃了。一年后，伦敦的一家货币交易商 Mercantile House Holdings 收购了一家位于纽约的大型美国经纪公司奥本海默（Oppenheimer&Co.）。该笔收购的价格为 1.625 亿美元。Kidder、Peabody 公司于 1986 年被通用电气（GE）公司收购，当时通用电气正在着力扩大其金融服务业务。

高盛（Goldman Sachs&Co.）在 1969 年至 1976 年由 Gustave（“Gus”）Levy 领导。他是一个充满活力的领导者，后来成为华尔街的传奇。[1] Levy 对公

[1] Michael Bloomberg, *Bloomberg by Bloomberg*, p. 17.

司的定位使其发展成为金融行业里20世纪最后25年中的领导者。1981年，高盛收购了J. Aron公司，该公司于1898年在新奥尔良成立，最初为咖啡馆，后来成长为一家大型商品公司。美林证券也与DLJ和E. F. Hutton联合成立了控股公司，这让它们得以多样化扩张业务。

美林证券

美林证券公司在业务多元化和成为金融超市方面尤为积极。该公司试图“围绕在客户周围”，因此收购了一大批金融服务公司。1974年6月，美林收购了家庭人寿保险公司，该公司在40个州和哥伦比亚特区拥有出售保险的牌照。美林认为，这将使其能够进入保险市场。它购买了特里尔迁移管理有限公司，这是一个家庭转移服务公司。美林通过对White Weld Holdings的收购加强了投资银行和企业金融业务。美林于1978年10月收购了美国位于北卡罗来纳州罗利的控股公司（AMIC Corp.），该公司拥有美国按揭保险公司。AMIC为居民的首次住房按揭贷款提供保险。然而，这只是一场短暂的联姻。AMIC在1981年被其一批高管联合买回。当时，美林已经收购了21家房地产代理公司。

1982年，美林公司购买了香港大型证券经纪交易商新鸿基有限公司25%的股权。1983年4月，美林公司宣布收购新泽西州的一家储贷协会。一年之后，美林公司宣布，它正在新泽西州建立自己的银行和信托公司，并且计划购买Becker Paribas。Becker公司曾经被法国巴黎银行和沃格堡公司收购，亏损超过6 000万美元。该公司是当时美国的第十六大经纪公司。美林在其收购计划中放置了一些限制条款。但美林后来放弃了这一计划，转而在1980年8月去收购芝加哥白袜公司。

美林在1985年拥有超过100万个现金管理账户。在那一年，它与公平人寿保险协会合资成立一家企业开始销售年金产品。美林在几年之后完全接管了这一合资企业。尽管美林在1985年之前的总收入已经增加到70多亿美元，但其中佣金收入所占的比例却在下降。从1972年至1988年，佣金收入从总收入的53%下降到15%。其他经纪商的佣金收入和保证金利息收入也出现下

降，但这一收入来源的下降通过自营交易收入得以补充。1972 年至 1979 年，券商的自营交易收入从仅仅 900 美元增加到 25 亿美元。

市场问题

SEC 在 1980 年批评券商使用远程支票账户来延长其持有客户资金的时间，以此获得在途资金的利息收益。美国的大型经纪商之一的赫顿公司（E. F. Hutton&Co.）无视这一警告，最终不得不承认在 1985 年就进行了 2 000 起邮件和电话诈骗，并被罚款 200 万美元。该公司的非法活动源于过度激进的现金管理计划，该计划涉及一套复杂的支票涂改方案，通过将支票资金存入有息账户中来获得这部分资金的利息收益。被存入的支票是从尚未存入资金的账户上开出的，直到该支票进行清算时才会存入资金。这使得该公司能够在无担保的支票上获得隔夜利息。这项犯罪指控动摇了公司的根基。

Phibro – Salomon 公司的“末日博士”亨利·考夫曼改变了他的看法，于 1982 年 8 月 17 日发布观点认为利率将下降。这引发了超过 38 点的市场反弹，这是“历史上最大的单日涨幅”。[①] 乔·格兰维尔是另一位颇有名气的市场分析师。1982 年，他认为道琼斯指数将大幅下跌，持有股票的人应该卖出。他还呼吁人们卖空股票。但此后，道琼斯指数上涨了约 500 点。在共同基金领域，Ned Johnson 继续担任富达投资的负责人。该基金管理了近 100 只共同基金，其中包括富达 Fidelity 基金，该基金于 1930 年创立。到 1986 年，富达基金管理着投资者大约 650 亿美元的资金。

1980 年股票市场新发行股票的规模上涨至 127 亿美元，创历史新高。首次公开发行规模从 1979 年的不到 10 亿美元增长到 1981 年的 32 亿美元，到 1983 年则突破 130 亿美元。这些新发行的股票主要是高科技和生物技术行业的公司。基因技术 Genetech 于 1980 年 10 月 14 日上市，价格为 35 美元。其股价随即跳升至 89 美元。1982 年美联储降息后股市开始复苏。市场自 1973 年以来一直停滞不前。1982 年 8 月，道琼斯指数为 777 点，达到十五年前的水

---

① Roger Lowenstein, *Buffett: The Making of an American Capitalist*, p. 242.

平。受到低通胀、利率下降和公司盈利增长的鼓舞，股市开始了长期的上涨。20 世纪 80 年代，股市每年平均上涨 17.5%。

证券市场在 80 年代也变得更加动荡。道琼斯指数在 1980 年 2 月当月下跌了约 140 点。从 1955 年到 1982 年，只有两个交易日股市跌幅超过百分之四。而在 1982 年至 1990 年，共有十个交易日出现这种跌幅。纽约证券交易所的日交易量从 1970 年至 1980 年的 1 200 万股增长至 4 500 万股。1982 年 8 月 18 日，纽约证券交易所日交易量首次突破 1 亿股。记录不仅仅是被打破，它被彻底粉碎。当天成交了 1.3 亿多股。1982 年 10 月 7 日，纽约证券交易所再次创下超过 1.47 亿股的日成交纪录。纽约证券交易所在 1984 年还有一个交易日成交 2 亿股。到 1985 年，纽约证券交易所的日交易量持续超过 1 亿股。纽约证券交易所的席位价格反映了成交量增长带来的价值。一个席位在 1960 年时售价为 135 000 美元。十二年后，一个席位售价为 34 万美元。到 1987 年，纽约市场的席位价格则在 60.5 万～115 万美元。

清算、结算和信息

自 1976 年以来，纽约证券交易所一直使用一条高速数据线，其每分钟可以发送高达 36 000 个字符，来报告市场活动。纽约证券交易所的指定订单周转（DOT）系统允许自动执行客户的小额订单，之后是 1984 年开始使用的超级 DOT 交易系统。超级 DOT 系统允许将 2 000 股以内的订单直接电子传送到专家的交易台来执行。纽约证券交易所市场间交易系统始于 1978 年，该系统可以将交易所连接在一起来交易在一个以上交易所上市的证券。各家机构之间仍然可以使用 AutEx 和 Instinet 系统来进行第四市场交易。1980 年至 1983 年，纽约证券交易所花费了大约 8 000 万美元来改进其处理系统。此后，它继续投入大笔资金用于自动化运营，以处理不断增长的交易规模。

美国的证券行业在 1969 年曾几乎崩溃，日均交易量只有 160 万股。由纽约证券交易所（NYSE）、美国证券交易所（AMEX）和全国证券交易商协会（NASD）在 1977 年创立的全国证券清算公司可以清算和结算的交易量提高了数倍。清算公司和一些其他的改进使得市场每天能够毫无困难地吸收已经增

长到2亿股以上的成交量。纽约证券交易所创建了一个自动债券系统，为上市交易的债券提供当前报价和交易信息。该系统可以验证、存储和匹配执行订单，并将匹配好的交易直接提交到清算和结算过程。

道琼斯公司最重要的产品是华尔街日报，但它也拥有 Telerate 报价系统。Telerate 系统是政府债券报价的电子公告板。这些报价由约36家经纪公司提供，这些经纪商都可以与纽约联邦储备银行直接进行交易。它们的价格由担任中间人的 Cantor Fitzgerald 公司发布。Knight Ridder 是商业信息的另一个领导者。麦格劳—希尔（McGraw - Hill）公司的财务和经济信息服务收入也大幅增长，从1979年的5 200万美元增加到1984年的1.32亿美元。到1985年，大多数股票交易员都在他们的办公桌上配置有一台安装了道琼斯新闻服务系统的电脑终端，可以提供美国证券市场各种报价。这些终端大多是由 Quotron 提供，该公司是全国较大的报价信息供应商之一。而进入80年代的后期，经纪人将会被无数的数据库和报价系统所淹没。到1990年时，经纪人经常配有几个监视器可以同时向他们提供全球市场的数据。商品市场的信息已经可以通过卫星来传播。

为公司工作的独立经纪人被称为"客户代理人""股票经纪人"，随后在 SEC 成立后被称为"注册代表"。经纪人的称呼后来转变为"账户经理"。到了20世纪80年代，他们则被称为"金融顾问"。这个名字的变化反映了其在金融领域的角色的扩展以及公司产品范围的增长。经纪公司越来越像银行，除传统证券产品外还提供保险产品。1985年，约有8 000家美林证券的金融顾问被交叉授权销售保险以及证券产品。

回购交易

美国的政府债券市场已经超越了其竞争对手。到20世纪80年代，它是世界上最大的证券市场，并在1985年超过1万亿美元。可投资国库券数量的增长和利率波动性的提高都增大了盈利的机会，美国国债市场在20世纪80年代初成为投机的目标。美国国债主要通过36家被授权与美联储公开市场操作室进行交易的"一级（prime）"交易商来进行分销。美联储只对这些主要

交易商进行松散的管理。1990 年，一级交易商的数目增至 44 家，其中 16 家是银行或银行分支机构。业务领先的一级交易商是所罗门兄弟（Salomon Brothers），随着市场对政府债券交易兴趣的增长，其净资产从 1980 年的 2.56 亿美元增加到 1984 年的 15 亿美元。所罗门兄弟的政府证券库存规模也从 1978 年的 30 亿美元增至 1984 年的 380 亿美元。

还有数百家交易政府债券的二级交易商对一级交易商形成补充。不幸的是，其中一些二级交易商的财务状况并不稳定。在 1977 年至 1985 年由于政府债券交易商的违约带来的损失接近 10 亿美元。其中的大部分损失是源于通常被称为“回购”或“逆回购”的回购协议。这些交易涉及卖出和买回政府证券的协议。回购交易通常是指出售和回购美国国库券，这些国库券从 1977 年以来便全部采用记账式发行。住房按揭抵押证券，如吉利美、房利美和房地美，以及市政证券也被用于回购交易。回购交易并不是新生事物。它从 1917 年就开始被用于联邦储备体系中，第二次世界大战后开始在各家联邦储备银行间使用。20 世纪 60 年代中期，银行就曾采用回购协议进行联邦资金的转移，在美联储于 1969 年豁免这种交易的储备金要求后，其使用量有所增加。而在 20 世纪 80 年代，当发现这些投资风险很小的交易可以被用作短期融资工具后，回购交易便迅速普及。回购交易的金额从 1977 年的约 148 亿美元增长到 1986 年的 2 000 亿美元。它们“很快成为证券业最重要的融资工具”。[①]

人们普遍认为回购交易的风险很小，因为在一方获得现金的同时另一方收到了作为回购抵押品的债券。为了管理上的方便，这些债券在很多情况下实际上并没有转移给买方，因为这些债券在很短时间内就要退回。相反，卖方将继续持有这些债券。有时抵押金额较债券价值需要一定的折价来确保交易的安全。没有足够的抵押品或折价空间的回购交易会带来风险。例如，一家公司可以在回购交易中使用它实际没有的证券，并在回购时违约。这种危险不仅仅在学术界受到关注。1977 年至 1985 年，政府债券交易商因回购交易

① Securities and Exchange Commission, *The Use of Repurchase Agreements by Broker - Dealers*, pp. 2 - 3.

的违约而导致近 10 亿美元的损失。

1985 年 3 月，俄亥俄州保险储蓄协会出现储户挤兑，就是由于回购的违约导致。这场恐慌是由于辛辛那提的本州储蓄银行与佛罗里达州劳德代尔堡的 ESM 政府证券之间的回购违约引发。本州储蓄银行与 ESM 证券之间进行了超过 7 亿美元的回购交易，而 ESM 证券在其回购交易中向多个贷款人承诺了相同的抵押品。本州储蓄银行的总损失超过 1.5 亿美元，甚至超出俄亥俄州储蓄保险基金的规模。这引发了对俄亥俄州内其他储贷协会的挤兑，即使州立法通过为洲内储贷协会提供另外 9 000 万美元的保险资金。1985 年 3 月 15 日，俄亥俄州州长暂停了州内的储蓄机构运营，直到其获得联邦的存款保险。在这场灾难之后，俄亥俄州有 70 家储蓄机构不得不关闭。ESM 证券也一直在与佛罗里达州的迈阿密储贷协会进行回购交易。当 ESM 失败时，这家储贷协会损失了 5 530 万美元。得克萨斯州博蒙特市的储蓄机构也损失了 2 000 万美元。ESM 回购交易造成的总损失超过 3 亿美元。

Lion Capital Group 的客户因该公司在回购交易中违约而损失了 4 000 万美元。Lion 公司的清算公司称，该公司持有的证券是其贷款的抵押品，而非代表客户持有的资产。新泽西州的 Bevill，Bresler，Schulman 资产管理公司是另一家倒闭的回购交易商，其亏损总额达 2.35 亿美元。Bevill、Bresler 公司在没有合适的抵押品的情况下签订了回购协议，以弥补附属公司的交易损失。其他倒闭的回购交易商还包括堪萨斯城金融公司、温特斯政府证券、伦巴底墙公司、科马克证券，以及 Hibbard&O'Connor 政府证券等。Lombard - Wall 的损失总额超过 2.5 亿美元。

Drysdale 政府证券是回购交易商倒闭系列事件中规模较大的一家。Drysdale 政府证券公司的总裁理查德 · 塔弗（Richard Taaffe）以前是债券销售。Drysdale 证券的首席交易员是大卫 · 亨韦特（David Heuwetter），据说他连续工作 23 年没有休过假。Drysdale 证券在开始运营 3 个月后就倒闭了。该公司当时持有债券的规模高达 50 亿美元，而其资本金还不到 2 100 万美元。它因无法支付借入债券的 2.79 亿美元应计利息而违约。这些证券是通过大通曼哈顿银行进行的回购融资。大通在 Drysdale 和其他公司之间的回购交易中担任

“双盲经纪人”。大通曼哈顿总裁威拉德·布彻（Willard Butcher）声称，他的银行只是代理人，不应对 Drysdale 所欠的应计利息负责。但通过大通借款给 Drysdale 的证券公司并不这样认为。在美联储的压力下，大通同意弥补 1.6 亿美元的损失。审计公司 Arthur Andersen&Co. 最终向大通曼哈顿支付了 5 000 万美元，向制造商汉诺威信托银行支付了 1 700 万美元，因其为 Drysdale 公司提供了不正确审计报告。SEC 对一名为 Drysdale 的账户工作的 Arthur Andersen 合伙人提起诉讼。这名合伙人也受到了刑事指控。两名 Drysdale 的管理人员于 1984 年承认了其犯罪行为。在众多的罪行中，他们还贿赂了托管信托机构的一名主管，该主管给 Drysdale 公司虚假增加了已交割债券贷记规模。Drysdale 证券公司的交易员也被判入狱三年。

其他公司也在国债市场遭受损失。美洲银行于 1983 年第二季度在国库券交易中损失了 1 000 万美元。美林于 1984 年第二季度也在国债和住房贷款抵押证券中损失巨大。在回购交易商倒闭风潮期间，对美国国债市场的监管非常宽松。虽然参与该市场的许多券商已经向 SEC 注册或受银行业监管，但仍有约 25% 的参与者没有向任何人注册。这些未注册的公司往往会出现违约，在回购交易中滥用不合格的抵押品。除此之外并没有其他形式的监管，因为政府证券被豁免在大部分的联邦证券法规之外。这鼓励了在阿肯色州小石城等由所谓的“债券爸爸”运营的公司进行电话销售业务。美联储并没有对回购交易商实施最低保证金要求。一系列的回购公司倒闭案件推动国会重新考虑对政府证券交易商进行监管的必要性，并于 1986 年颁布了《政府证券法》，要求政府证券交易商向 SEC 注册或由银行或储蓄银行监管机构进行监管。财政部被授权就这些公司的财务责任、证券托管和正确使用其客户持有的政府债券来制定规则。SEC 更新了对其净资本比率的要求，以降低券商回购交易的杠杆规模。

20 世纪 80 年代，索罗门兄弟成为储贷协会最大的回购协议对手，它也是美国最大的市政债券承销商。尽管监管力度加大，但市政证券继续引发问题。SEC 的一份报告发现，市政证券上发生了不计其数的违约事件。事实上，市政债券的违约率并不比公司债券违约率好得多。1983 年至 1988 年，有 300 多

个市政证券发行人违约。华盛顿公共供电系统（WPPSS）涉及市政融资历史上最大的不还本违约。WPPSS 是一个联合运营机构，其中包括 19 个公用事业区和华盛顿州的 4 个城市。该机构被授权发行以公用事业项目的收入来还本付息的项目收益债券。WPPSS 发行了 22.5 亿美元的债券，用于为两座核发电厂融资，但由于巨额的成本超支，建筑工程在 1982 年 1 月停工，后来 WPPSS 对债券违约。整个项目的计划成本已经花光，但其中一个工厂的建筑完成率只有 16%，另外一个工厂完成率是 24%。这次违约在金融业掀起震荡。尽管项目的问题日益严重，但包括穆迪投资服务公司和标准普尔公司在内的评级机构仍将 WPPSS 证券评级定为 A1 和 A+。还有人怀疑该笔债券的发行是否曾获得州法律的正当授权。还对这些债券的承销商提出了许多诉讼，这些诉讼最终得到和解。

保险业

1983 年的人寿保险购买额超过了 1 万亿美元。在那时，86% 的美国人拥有人寿保险。在 80 年代中期，约有 2 000 个人寿保险公司管理了约 7 000 亿美元的资产。纽约的人寿保险公司在投资中仍然受到持有普通股不得超过 10% 的限制。出于税收的考虑，许多大型保险公司组建离岸保险公司为自己的业务提供再保险。后来国税局要求，为获得此类税收优惠，至少需要与无关联公司的保险业务超过 50%。在 1984 年，最大的保险公司包括：美国保诚保险公司、大都会人寿保险公司、公平人寿保险协会、Aetna 人寿保险公司和纽约人寿保险公司。其他保险巨头还有西北相互人寿保险公司和约翰·汉考克人寿保险公司。寿险业持续遇到困难。利率上升带来其债券组合的贬值。保险公司不愿意出售这些债券，因为他们的出售必然实现亏损。利率上升使得销售全生命周期保单变得更加困难，因为这种保单为投保人提供的回报率很低。相反，保单持有人选择短期保单，这些保单在保险的最初几年相对便宜。这种变化降低了人寿保险公司的保费收入。此外，全生命周期保单持有人可以用现有保单以低于市场水平的利率借款，这进一步削弱了保险公司的回报。在 20 世纪 70 年代利率飙升时，保险公司开始大量参与商业票据和欧洲美元

市场。

保证收益投资合同也出现困难。这种合同与年金合同类似，往往被用于资助养老金计划或终止福利计划。公平人寿公司是提供约定利率合约的公司。而到1990年，这些合同给公司带来了巨大的损失。到1989年，保险公司的年金负债已经增加到负债总额的65%左右。

单一保费递延年金这一新产品开始出现。这种保单要求一次性支付初始保费。作为交换，该保单的所有者从指定好的未来某一日期开始收取事先约定的固定利率回报。这种安排允许保单持有人最终获得的回报是在税前进行积累的。鲍德温联合公司是这种年金最大的提供者。该公司出售钢琴和乐器已经近一百年，但后来成为一家保费递延年金公司。它通过经纪人出售这些证券。该产品变得如此受欢迎，到1981年，年保费收入达到15亿美元。然而在利率开始下降之后，这种年金仍然需要支付高于市场利率的回报，鲍德温联合公司开始陷入麻烦。公司无法获得必要的回报率以履行其保证的收益率支付，公司在1983年对这些年金违约。鲍德温联合公司的失败提出了单一保费延期年金是保险还是证券产品的问题。出售这种金融产品的经纪商被提起诉讼。出售鲍德温联合年金的35名经纪商中的12家以1.35亿美元和解了一场集体诉讼案。保险公司在其中出资5 000万美元。宪章公司也出售了40亿美元的单一保费延期年金。由于大量的赎回要求，该公司于1984年宣布破产。

财产险公司和意外险公司也遇到困难。1981年至1990年，120家财产保险公司倒闭。根据监管机构评估，需要超过30亿美元来弥补这些损失。1983年至1989年，各州的担保基金还额外提供了4.65亿美元的财险赔付，用于支付生命和健康保险公司的倒闭赔款。纽约州为其保险公司提供了一项预评估担保基金。其他州则采用后评估体系。20世纪80年代末，出现了更多的保险公司倒闭案件。其中包括行政人寿公司、互惠生活和第一资本。预计这些倒闭案件将给各州的担保基金带来超过10亿美元的损失。一家大型保险经纪公司Marsh&McLennan在1984年利率大幅上涨后出现1.65亿美元的亏损。该公司声称，造成损失的美国政府证券交易活动未经授权。

第3节 兼并和内幕交易

壳牌石油公司于1979年收购了Belridge Oil，当时是历史上最大的收购。在那个时代，大多数的合并事件规模都很小。1980年75%的合并案件金额低于2 500万美元。此后，合并的规模开始大幅增加。例如，1981年杜邦花费78亿美元来购买康菲。罗斯·佩罗于1984年以25.5亿美元的价格将电子数据系统出售给通用汽车公司。通用电气公司为购买雇主再保险公司支付超过10亿美元。通用电气后来以62.8亿美元收购了RCA。1984年，雪佛龙以133亿美元收购了海湾石油公司；德士古以101亿美元收购Getty Oil；美孚石油以57亿美元收购优质石油；冠军国际以18亿美元收购瑞吉公司；Dunn&Bradstreet用13亿美元买来尼尔森交易所；美国商店以12亿美元收购宝石公司。1985年，有24起合并的金额超过10亿美元。在这一年中短短一个月的时间里，Lorimar向多媒体报价10亿美元；英国商人詹姆斯·戈德史密斯爵士试图花费超过10亿美元来收购Crown Zellerbach；金块公司出价18亿美元用于收购希尔顿酒店；Farley Industries为西北工业公司出价14亿美元。卡尔·伊坎（Carl Icahn）收购环球航空（Trans WorldAirlines）以及Rupert Murdoch购买Metromedia都支付了大笔款项。富国银行于1986年收购克罗克国民银行花费超过10亿美元。

1982年至1988年，美国共发生了超过10 000起并购事件。这些交易中涉及的公司资本规模估计为1万亿美元。公司合并的规模还会变得更大。Beecham和Smith – Kline于1989年合并而成了一家价值160亿美元的公司。Bristol – Meyers和Squibb的合并后估值为123亿美元。1998年，SmithKline Beecham将与Glaxo Wellcome合并，从而创建一家更大的制药公司。

垃圾债券

这些合并活动往往是由投资银行指导进行的，这些投资银行也从此前的默默无闻，到并购狂潮后的声名卓越。其中包括小福斯特曼公司和第一波士

顿公司，分别由 Joseph Perella 和 Bruce Wasserstein 领导，后者是在《Glass - Steagall 法案》通过后组建的，并在 20 世纪 80 年代收购和兼并活动中作为投资银行成为主导者之一。第一波士顿在 1988 年经手了价值超过 750 亿美元的并购。而比其更接近中心的是德雷克塞尔 · 伯纳姆 · 兰伯特公司，这家公司的历史有点复杂。德雷克塞尔的名字于 1940 年由摩根大通公司出售给费城的投资银行家。该公司在 1966 年与哈里曼 · 里普利公司（Harriman Ripley&Co.）合并，但在后来的后台处理危机中被费尔斯通轮胎和橡胶公司救助。在 1973 年之前，该公司以德雷克塞尔 · 费尔斯通公司（Drexel Firestone）的名字开展业务，此后与伯纳姆公司（Bumham&Co.）合并，后者由 I. W. Hubper 酿酒厂创始人之一的"Tubby"伯纳姆二世控制。再后来，1976 年与比利时的投资银行 Compagnie Bruxelles Lambert 进行了另一次合并。该公司然后成为德雷克塞尔 · 伯纳姆. 兰伯特。该公司在 20 世纪 80 年代将主宰兼并和收购业务。

德雷克塞尔 · 伯纳姆的明星交易员迈克尔 · 米尔肯（Michael Milken）通过创造性地使用"垃圾债券"而将公司推向兼并和收购活动的最前沿。这些公司债券是由于发行人财务状况疲软而支付高利率的债券，并非是米尔肯发明了垃圾债券。这种证券在 1977 年初就开始变得流行起来，当时，雷曼兄弟为 LTV 、Pan Am 、Zapata Corporation 和 Fuqua Industries 等公司的垃圾债券发行担任承销商。由于成功预言垃圾债券支付的利率超过其实际违约风险，米尔肯一跃成为当代的摩根大通。"垃圾债券"是一种嘲讽的说法。这种金融工具的支持者更喜欢称之为"高收益"证券。作为一名证券业律师，阿瑟 · 利曼（Arthur Liman）认为，将高收益证券称为垃圾债券是不公平的，因为当公司破产时这些证券必须在普通股股东之前获得偿付。利曼先生指出，并没有人称普通股为"垃圾股"。[①]

一些垃圾债券是"坠落的天使"。这类债券曾经作为投资级债券发行，但是由于发行人出现问题而被调降评级。还有其他一类垃圾债券，与企业并购

① Arthur L. Liman, *Lawyer: A Life of Counsel and Controversy*, p. 268.

活动有关，作为全额收购的融资工具而发行。米尔肯的理论鼓励投资者购买垃圾债券作为投资，这些高收益证券受到包括养老基金、保险公司、共同基金和储贷协会在内的机构投资者的欢迎。到1984年，共有26个共同基金专注于投资垃圾债券。这些基金的资金来自各大金融机构，包括美国信诺保险集团、联邦基金、富达投资、Kemper、Keystone、Lord Abbert、大众金融、Putnam Funds、联合基金和先锋基金，以及多家券商。许多保险公司，包括保诚人寿保险公司、中航保险（CNA Insurance）、美国金融和Presidential Life等，也都购买了垃圾债券。

德雷克塞尔·伯纳姆．兰伯特公司担任垃圾债券的承销商，并为这些证券创设了二级市场以增加其流动性。待在德雷克塞尔·伯纳姆公司比佛利山庄办公室的米尔肯至少曾在一段时间内成为金融市场的主教。他每年举办的“捕食者舞会”——一场设在比佛利山庄的垃圾债券会议——总是有数以百计的参与兼并与收购业务的机构投资者和个人参与。[①] 他们喜欢他们听到的东西。米尔肯的垃圾债券客户中包括Lowe公司的Larry Tisch，信诚保险（Reliance Insurance）的Saul Steinberg和美国金融公司的Carl Lindner等重量级客户。在德雷克塞尔公司的众多融资中，典型案例之一是1983年4月发行垃圾债券为MGM / UA娱乐公司筹集4亿美元。当年7月，德雷克塞尔公司再次帮助MCI通讯公司募集了10亿美元。1985年，德雷克塞尔公司筹集了近6亿美元用于收购国家罐头。迈克尔·米尔肯（Michael Milken）的垃圾债券也帮助了有线电视新闻网络和麦格劳手机的创立。德雷克塞尔·伯纳姆公司出售的垃圾债券总额从1981年的50亿美元增加到1986年的400亿美元。1970年，当Michael Milken开始在德雷克塞尔·伯纳姆工作时，垃圾债券市场规模约为60亿美元，而到1989年他离开证券行业时，垃圾债券市场规模已经达到2 100亿美元。米尔肯在拓宽垃圾债券市场上的努力也得到了很好的补偿。他在1984年的工资和红利已经超过了1.2亿美元。这一数字在1987年增加到5.5亿美元。然而，米尔肯在20世纪80年代末期困扰华尔街的内幕交易丑闻

---

① Connie Bruck, *The Predators' Ball: The Junk - Bond Raiders and the Man Who Staked Them*, p. 10.

中将会成为牺牲者。

投资银行

20 世纪 80 年代投资银行的重要收费来源是兼并咨询活动。投资银行家把自己的资金也投资去进行杠杆收购和其他收购。投资银行家经常会获得并购目标公司的股权来作为提供融资的补偿。第一波士顿 1984 年在并购中投资了 1 亿美元，这一数字与美林公司超过 10 亿美元的投资规模相比显得并不多。投资顾问提供的合并建议对于收购的成功往往至关重要，特别是在有激烈竞争的收购中。1982 年 Bendix 公司报价 15 亿美元试图接管马丁·玛丽埃塔（Martin Marietta）公司就是一个很好的例子。马丁·玛丽埃塔回应以“反噬者”的防御策略，转而提出接管 Bendix 公司的要约作为反击。马丁·玛丽埃塔公司在这起竞购案中由来自基德·皮博迪公司（Kidder, Bibody&Co.）的投资银行家 Martin A. Siegel 来作为顾问。Bendix 最终购得了马丁·玛丽埃塔公司约 70% 的股份，而马丁·玛丽埃塔则收购了 Bendix 公司约 50% 的股权。后来，Bendix 将自己公司的股权及其持有的马丁·玛丽埃塔（Martin Marietta）公司股权出售给了联合公司（Allied Corporation），该公司此前已经提出收购要约，同时提出要约的还包括联合技术公司（United Technologies）。马丁·玛丽埃塔后来被洛克希德公司收购。

投资银行和商业银行同时发行用于收购战争的“桥梁贷款”作为一种临时的过渡性融资，直到可以获得更多的永久性贷款。从传统上保守的贷款业务前进一步，银行开始成为并购交易的激进参与者。例如，加拿大房地产开发商罗伯特·坎佩（Robert Campeau）从 12 家银行借入 32.5 亿美元，另外还从 3 家经纪公司借入 21 亿美元，作为购买联邦百货公司的桥梁贷款。花旗银行是向 Campeau 提供信贷融资的银行之一，此外还包括 Brooks Brothers、Bonwitt Teller、Bloomingdales 和 Abraham&Straus 等金融机构。花旗银行还向唐纳德·特朗普（Donald Trump）提供贷款，唐纳德·特朗普借此重新装修了 Commodore 酒店并将其转变为纽约中央车站的君悦酒店，由此开始搭建他的房地产帝国。特朗普被称为“掌握交易艺术”的人，后来由于在大西洋城开

发泰姬陵赌场而几乎破产。花旗银行的另一名客户是由加拿大的 Reichmann 家族拥有的奥林匹亚和约克公司。该公司在伦敦的金丝雀码头计划开发价值 70 亿美元的办公地产。像特朗普一样，Reichmanns 坚持认为，这份资产到世纪末时将被证明是一宗非常有价值的投资项目。

投资银行家通过兼并收购赚取利润的另一种方式是“风险套利”。在一个市场上买入物品并以较高价格在另一个市场上出售的经典套利模式被认为是相对无风险的。相比之下，风险套利确实涉及重大风险。两者的复杂程度完全不同，这项活动包括交易潜在的并购目标公司的股票。许多华尔街公司创建了风险套利部门，持有预期会涉及兼并公司的股权仓位。这些部门的交易员猜测收购传闻，并试图促使公司主动“加入游戏”，一旦公司被接管，便可以通过这笔交易获取利润。风险套利的另一种模式是买入已经成为报价要约标的的公司股权。许多合并交易会为原股东提供较大的价值升水，但这些股东往往愿意以低于投标报价的价格将股票出售给风险套利者，以避免合并失败时的风险——也就是说，如果合并没有完成，股票的收购要约将被撤回。如果报价要约最终完成，风险套利者将获得大额利润，但一旦投标失败带来的损失也会大到令人难以置信。

20 世纪 80 年代的并购狂潮中的另一类业务是“杠杆并购”，运用借入的资金来为全额收购提供融资。而这笔借入的债务则是希望通过被收购公司的自身现金流来偿还。这实际上是说允许被收购的公司来为这笔收购业务买单。为了偿还杠杆收购中借入的大额债务，往往需要被收购公司的利润出现大幅上涨。这就要求被收购公司通过裁员和剪除不太盈利的业务来大幅削减成本。在 20 世纪 80 年代，完成了接近 2 400 起杠杆收购活动。这些公司的总价值为 2 450 亿美元。杠杆收购的领导者之一是投资集团 KKR 公司（Kohlberg, Kravis, Robert & Co.），这家公司是由来自贝尔斯登公司的 3 个人在 1976 年创建的，初始资本仅为 12 万美元。这家合伙公司后来并购的公司往往价值数十亿美元。KKR 公司将来自投资基金的钱做成资金池来投资于杠杆收购业务。KKR 公司在 1979 年时最早的杠杆收购目标是一家公众持股的上市公司 Houdaille, Inc.。

1976 年至 1992 年，KKR 进行了 38 次全额收购，总价值超过 600 亿美元。KKR 在早期的运作中从正在寻求高收益的保险公司处筹集资金。通过德雷克塞尔·伯纳姆出售的垃圾债券也为这些并购提供了额外的融资。这些收购案中包括：以 25 亿美元收购 Storer Communications，以 6.81 亿美元收购 6 号汽车旅馆（Motel 6），以 42 亿美元收购 Safeway Stores，Jim Walter Corporation 的收购金额为 24 亿美元，金霸王的收购金额为 18 亿美元，以总额为 12 亿美元收购一家出版公司 K – III 控股。KKR 甚至筹集到超过 60 亿美元收购了拥有 Avis、Tropicana、Samsonite 等公司的 Beatrice Foods。Beatrice Foods 后来被拆分售卖，KKR 从中获得的利润高达 35 亿美元。

还有一些其他企业也进行杠杆收购并获得丰厚利润。有一项非常知名的收购案涉及 Gibson Greeting，Inc. 。它被由前任财政部长威廉·西蒙（William E. Simon）和基金管理人雷·钱伯斯（Ray Chambers）的投资合伙公司 Wesray Corp. 收购。Wesray 公司在这笔交易中仅投资了 33 万美元，其余 8 000 万美元都是借入的资金。两年后，Wesray 公司成功以获利 2.5 亿美元的价格售出 Gibson Greeting，Inc. 。

恶意收购者

接管一家公司的方法之一是通过争夺董事会的投票权并赶走公司的管理层。1979 年里，共发生了 25 次的投票权争夺，其中有 13 次是以寻求改组管理层的外部介入者取胜而告终。然而，收购股票仍然是大多数恶意收购者的首选武器。T. Boone Pickens Jr. 就是这样一位后来被人称为“强盗男爵”的恶意收购者，他特别喜欢这种你来我往的敌意收购。他职业生涯的开端是在菲利普斯石油公司作为一名地质学家。在 1966 年，皮肯斯以 2 500 美元的资本开办了自己的公司。他很快就成为华尔街上一股可怕的力量。作为一名恶意收购者，皮肯斯公司声称自己是企业管理层的敌人，他因此恶名昭彰并登上了时代杂志的封面。皮肯斯是梅萨石油公司的董事长，他以此为基地对其他公司进行恶意收购，但他的收购活动也并不总是成功。

在 1982 年恶意收购城市服务公司的一次要约报价过程中，他遇到了海湾

石油公司的竞争性投标。后者作为城市服务公司的“白骑士”出现。很快就会变得臭名昭著的投机者兼套利者 Ivan Boesky 已经买入了很大份额的城市服务公司股权，他希望皮肯斯和海湾石油之间的投标战能够将股票价格进一步推高。但 Boesky 非常不幸，海湾石油公司从竞价中退出，城市服务公司股价随之大幅下挫。Boesky 因此损失了 2 400 万美元，但他仍将继续参与 80 年代的无数并购战争。1975 年 Boesky 在爱德华兹和汉利开始职业生涯，但他于 1975 年开设了自己的公司 Boesky&Co. 。他在 1985 年曾对加利福尼亚大学的学生说：“贪婪是正确的”，他作为一个不道德的投机者的角色也由此得到证实。波恩·皮肯斯（T. Boone Pickens）并没有忘记海湾公司曾挫败他接管城市服务的努力。1984 年，他试图接管海湾公司。迈克尔·米尔肯（Michael Milken）为皮肯斯（Pickens）提供了超过 20 亿美元的垃圾债券融资承诺。海湾石油转而寻求自己的“白衣骑士”，并于 1984 年 3 月以 133 亿美元卖给雪佛龙公司。但皮肯斯在其中并未受到挫败。他在交易中赚了 7 亿多美元，而德雷克塞尔公司也从中盈利 3 亿美元。

詹姆斯·戈德史密斯爵士也是一名颇有名气的恶意收购者。除了收购 Crown Zellerbach 公司之外，他还对固特异轮胎和 BAT Industries 进行了收购，后者是英国第三大的烟草公司。詹姆斯爵士经过三年的争斗接管了钻石国际，他还参与了大陆集团的收购。除此之外还有其他一些恶意收购者。贝尔茨堡兄弟也经常参与收购活动，他们曾计划控制了贝奇公司，还控制了温哥华的第一城市金融。领导着新闻集团公司的澳大利亚人鲁伯特.默多克（Rupert Murdoch）在与华纳通讯公司的并购竞争中获得了 4 000 万美元净利。而他在另一起针对瑞吉公司的收购事件中也获得大致等同的利润。房地产大亨大卫·默多克（David Murdock）参与了多起收购活动，其中包括 Occidental、城市服务和大炮工坊。曾在高中辍学的 Murdock 在西欧石油公司购买爱荷华牛肉加工商时，赚了 7 900 万美元。他在收购萨帕塔公司的活动中也再次收获了 4 000万美元。另外一名恶意收购者卡尔·林德纳（Carl Lindner）在美国金融公司收购联合通信公司时，获得了 4 650 万美元。埃尔文·雅各布（Irwin Jacobs）是一个特别冷血的收购者。他被称为清算者（Irv the Liquidator），因为

他喜欢购入公司后再分解出售。雅各布从他的系列收购中获利超过 1. 25 亿美元。收购者名单还包括卡尔·林德纳、索尔·斯坦伯格、威廉·艾格、奥斯卡·怀亚特和哈罗德·西蒙斯。来自巴尔的摩的赫伯特和罗伯特·哈夫（Herbert）管理的飞镖集团在针对 Safeway Stores 的恶意收购活动中通过溢价回购讹诈（greenmail）而获得了 1. 59 亿美元的收益。

巴斯（Bass）兄弟凭借他们的叔叔斯德·巴斯（Sid Bass）的石油控股公司以 41 亿美元开启了他们的商业之旅。两兄弟通过购买马拉松石油证券公司而获得 1. 6 亿美元。他们从涉及 Sperry&Hutchins、马拉松、Amfac、郊区燃气 Surburban Propane、蓝色贝尔和德士古等公司的收购过程中再次获得了 4 亿美元的收益。巴斯兄弟以 5 亿美元购得沃尔特·迪士尼公司的控制权。他们在该公司的股票价值迅速上涨至 9. 5 亿美元。对迪士尼的收购实际上是由索尔·斯坦伯格（Saul Steinberg）推动的，后者通过信诚保险公司来进行操作。埃尔文·雅各布也在购买迪士尼的股票，但他最终输给了巴斯兄弟。曾经学医、做过期权推销员和套利交易的卡尔·伊坎（Carl Icahn）也是一名以恶意收购而闻名的企业家。在 20 世纪 50 年代，他作为一名场外（OTC）期权市场的交易员开始其职业生涯。伊坎在 1968 年前后组建了自己的公司。1980 年，当撒克逊工业公司从他那里买回自己的股票后，伊坎通过这种溢价回购讹诈的方式盈利 250 万美元。当然，伊坎不是唯一一个从溢价回购讹诈中受益的人。索尔·斯坦伯格在 Penn Central 购回他所购买的股票时获得超过 1 000万美元的收益。哈罗德·西蒙斯（Harold Simmons）从 PSA 公司获得了 500 万美元的溢价回购收益。Belzbergs 也在溢价回购讹诈中获得了大量的利润。

伊坎早期收购的公司之一是 Tappan Stoves，当他后来出售时，从中赚取了 300 万美元。伊坎的另一起收购事件发生在 1982 年，当时他寻求获得对芝加哥的百货公司 Marshall Field 的控制权。Marshall Field 最终与另一家公司合并，但伊坎从中获得了巨额利润。伊坎在 1985 年试图接管菲利普斯石油公司。当时，德雷克塞尔·伯纳姆公司的米尔肯（Milken）正在发送“信心保证”信件，信件中注明德雷克塞尔非常有信心可以通过垃圾债券或其他方式

为收购募集足够的资金。这封信可以为恶意收购行动的合理性提供佐证，为他们在收购谈判中提供巨大的杠杆资金支持。这种信件成为 20 世纪 80 年代并购战争中非常受欢迎的一个工具。伊坎出价 81 亿美元用于收购菲利普斯石油，其中超过 40 亿美元是由德雷克塞尔・伯纳姆的高度信心信件来帮助筹集的。伊坎最终没能收购菲利普斯，但他后来收到了超过5 000万美元的溢价回购讹诈收益，以及 2 500 万美元的费用补偿。伊坎在接管美国钢铁的收购活动中同样失败。伊坎的另一个目标是环球航空公司（Trans World Airline），他在 1985 年接管该公司。

罗纳德・佩雷尔曼（Ronald Perelman）是另一个有名望的恶意收购者。他于 1984 年接管 McAndrews&Forbes Holdings 并将其私有化，还于 1985 年获得了超市连锁店 Pantry Pride 的控制权。花旗银行资助了佩雷尔曼对吉列公司 Gillette 的收购，但这起收购没有成功。佩雷尔曼试图接管露华浓，这是一家化妆品公司，资产超过 20 亿美元。他的收购提议被露华浓拒绝，随之而来的是一场纠缠不清的战斗。佩雷尔曼借助德雷克塞尔・伯纳姆公司年轻的投资银行家丹尼斯・莱文（Dennis Levine）的服务来协助他进行这场战斗。另一位投资银行家 Felix Rohatyn 代表露华浓。佩雷尔曼开始提供了 42 美元每股的报价，但是在露华浓公司对自己的股票提出更高报价的要约后，他将出价提高到了 53 美元每股。随后，露华浓宣布已经与投资银行小福斯特曼达成协议，将以每股 56 美元的价格出售该公司。但小福斯特曼公司的胜利只是短暂的。特拉华州最高法院认为，露华浓公司的董事会违反了其信托责任，没有公平的拍卖该公司。[①] 特拉华州法院认为，一旦明确公司被出售，董事会必须将其进行拍卖。董事会的职责是为股东获得最高的价格，而不是偏爱其中某一个投标人。特拉华州法院的结论是，露华浓公司与小福斯特曼公司的安排是不适当的，因为已经给予该公司“锁定”部分资产的权利。根据这种锁定的权利，如果露华浓被另一投标人收购，则可以在收购完成前以低于市场的价格购买其中某些非常有价值的资产（该公司的“皇冠珠宝”品牌）。

---

① *Revlon, Inc.*, *v. MacAndrew & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A. 2d 173 (Del. 1985).

佩雷尔曼继续进行金融收购活动。他在与卡尔·伊坎争夺漫画出版商漫威娱乐（Marvel Entertainment）的过程中是中心焦点，而这场收购几乎毁灭掉该公司。漫威公司最终破产，但佩雷尔曼仍然获得了5 000万美元的收益。佩雷尔曼还涉足收购电视台，并在1998年时寻求控制金州银行，该银行是美国第三大的储贷机构。佩雷尔曼在20世纪结束时的净资产估计达到42亿美元。

法庭上的兼并争斗

正如争购露华浓公司的过程所显示的那样，接管公司的战争有时是由司法机构决定的。在史密斯诉万格科姆案中，特拉华州最高法院裁定，董事会在接到收购通知后的短时间内即作出了批准决定，没有经过充分的考虑，这种做法是不适当的。[①] 法院认为，这违反了董事会的受托责任。由于董事会成员是商界的杰出成员，集体有数百年的商业经验，法院的这一裁决令人惊讶。董事会其实一直在讨论合并的可能性，并充分意识到公司股票的价值。特拉华最高法院认为，至少在遭遇兼并的情况下，公司的决策过程应以非常正式和仪式化的方式进行，类似于法院作出司法裁决的方式。但这忽略了商业世界的现实，特拉华立法机构随即作出回应，允许公司改变其章程以消除这种责任。许多公司接受了这个提议。

如何防范敌意收购逐渐成为一种艺术形式。Wachtell，Lipton，Rosen&Katz律师事务所的Martin Lipton、Skadden、Arps、Slate、Meagher和Flom律师事务所的Joseph Flom以擅长采用各种广泛的法律手段来击退恶意收购而闻名。收购的目标公司开始采用“毒丸策略”来挫败敌意收购。例如，管理层可以通过发行大量的债务和购买公司的股份，让公司成为一个没有吸引力的收购标的。防御性措施有时还包括制定遭遇敌意收购时将公司皇冠上的珠宝（最有价值的资产）卖给友好一方的公司条款。另一种形式的毒丸是设定股东拥有对公司的股票、资金或资产的某些特定权利，从而使公司对那些寻求接管的人失去吸引力。这些毒丸策略只会在寻求敌意收购的人获得一定数量的股票并构成真正的威胁

① *Smith v. Van Gorkom*, 488 A. 2d 858 (Del. 1984).

时才会使用。“黄金降落伞”是另一种防御机制。这是在敌意收购时会引发给予高管昂贵的薪酬补偿。这种策略可以让公司最有价值的高管在离开时可以从公司资产中获得数百万美元的补偿，从而使得该公司作为接管目标不那么有吸引力。

假想融资（Imaginative financing）也被用来挫败收购计划。员工股票期权计划（ESOP）往往被用于保护公司免于被恶意收购。这种计划通过购买公司的股票来抵御收购者的攻击。这种做法曾出现在对宝丽来和麦克米伦出版公司的收购案例中。Avis 公司的管理层收购也得到了公司 ESOP 计划的资助。一些新式证券被创造出来用于杠杆收购。其中一种工具是利率递增票据（IRN），这意味着延后支付利息的时间间隔越长，最终支付的利率就越高。另一种以接管为目的的证券是实物支付（PIK）证券。这是一种可转换债券或优先股，利息和红利以相同类型的证券来支付而不是现金。

在加州联合石油公司（Unocal Corp.）诉梅萨石油公司案中，特拉华州最高法院认为，当一家公司在遭遇收购时使用一些防御策略是可以被允许的，只要这些策略不是仅为了保护管理层并且与收购活动对公司带来的威胁有关联，[①] 法院允许优尼科（Unocal）公司采取这样的措施来挫败 T. Boone Pickens 的收购要约。在 Moran 诉家庭国际公司一案中[②]，特拉华州最高法院认为，即使最终会使得公司股票的价值降低，公司仍可以采取“毒丸”策略来防御恶意收购的企图。在并购战争中，公平从不是公司的考虑因素。美洲银行作为公司的雇员储蓄计划的受托人拒绝接受收购报价，卡特·霍利·黑尔（Carter Hawley Hale）公司因此赢得了收购战。员工股票计划约持有该公司股票 40% 的份额。尽管要约报价已经是该股的最高历史价位，但美洲银行仍然拒绝接受这一报价。Carter Hawley Hale 的董事长是美洲银行董事会成员。

即使保持了公平，有时邪恶也会胜出。得克萨斯州的企业家罗伯特·巴斯（Robert M. Bass）于1988 年5 月开始收购大型出版公司麦克米伦公司。巴斯集团以每股 64 美元的报价对 90.9% 的麦克米兰股票发出收购要约。当出现

---

① *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A. 2d 946 (Del. 1985).

② *Moran v. Household International, Inc.*, 500 A. 2d 1346 (Del. 1985).

对该公司的竞争报价时，巴斯集团将其报价提高到73美元，后来进一步提高至75美元。伦敦报纸大亨和骗子罗伯特·麦克斯韦尔（Robert Maxwell）代表他自己控制的麦克斯韦尔通讯公司（Maxwell Communications）向麦克米伦提供了报价为80美元的现金收购要约。麦克斯韦尔的声誉并不好，他以前曾试图接管Harcourt Brace Jovanovich公司但被赶走了。麦克米伦希望KKR用杠杆收购的方式提出每股85美元报价来挽救自己免遭麦克斯韦尔的毒手。麦克斯韦尔将其出价提高到89美元，KKR于是将出价提高到89.50美元。虽然麦克斯韦尔再次提高了他的投标，但麦克米伦还是接受了KKR的报价。后来，特拉华州最高法院裁定公司的拍卖程序不适当，从而使得Maxwell控制了公司。随后他的真实面目暴露，他肆无忌惮的窃取了公司的养老金计划的资金，人们才认识到他是骗子和抢劫者。

没有进行公平竞争的人有时会发现自己会受到很大的惩罚。Pennzoil公司和德士古（Texaco）公司卷入了与盖蒂石油（Getty oil）公司的一场并购苦战中。公司创始人的孙子戈登·盖蒂（Gordon Getty）与公司董事会出现不和，战斗由此引发。Pennzoil和Getty石油已经达成并购协议，并获得Getty石油董事会批准。然而德士古公司仍然对Getty石油公司提出收购要约，并最终获得其控制权。随后众多诉讼被提出，对德士古公司为赢得这场并购而采取的战术进行了长时间的审判。陪审团认为应向Pennzoil赔偿超过100亿美元。尽管该裁决后来减少到91亿美元，但德士古仍不得不申请破产，才能摆脱这一系列麻烦。这其案件最终以30亿美元的金额和解。在另一个案例中，雪佛龙公司同意就海湾石油公司在1982年终止实施与城市服务公司合并协议的案件提供赔偿。雪佛龙公司后来收购了海湾石油公司，并负责支付判决的赔偿，支付的赔偿金额为7.75亿美元。

雷诺兹—纳贝斯克并购案以及其他

最大的杠杆收购之一是雷诺兹—纳贝斯克公司（RJR－Nabisco）并购案，这家公司是由R.J.雷诺兹公司（制造骆驼和温斯顿香烟的烟草公司）和纳贝斯克公司（国家饼干公司，成立于1898年，出售“Uneeda”饼干）合并形

成。这笔收购需要融资 250 亿美元，是一场名副其实的战争，而且根据这一案例还写出一本名为《门口的野蛮人》的书并拍摄了同名影片。这场战斗从 1988 年 10 月开始，雷诺兹—纳贝斯克的首席执行官罗斯·约翰逊试图以每股 75 美元的报价，进行价值 170 亿美元的管理层杠杆收购买下公司。当时 雷诺兹—纳贝斯克的股票交易价格在 55 美元。这引发了与 KKR 的投标竞争，KKR 的报价是每股 90 美元。随后还有其他投标人也加入了竞争，价格最终超过每股 100 美元。KKR 赢得了比赛，但是为收购融资，它不得不借入大笔款项。银行以优先债务的方式提供约 150 亿美元资金。此外还需要其他借款和证券来凑足资金。雷诺兹—纳贝斯克案中使用了利率重置实物支付票据 PIKs 的方式融资，票据的利率将保持上涨，以保持 PIK 票据的价格始终处于平价。这种证券也被称为“死亡螺旋”，因为如果遇到财务困难，它会导致公司因此而倒闭。雷诺兹—纳贝斯克的这笔交易包括五层银行债务，六层长期债务，如次级折扣债券和次级延期重置债券，以及两层重置 PIK 票据。雷诺兹—纳贝斯克的这笔交易成为 KKR 的麻烦。KKR 在其初始投资之外，不得不向公司额外再注入 17 亿美元的资金。雷诺兹—纳贝斯克公司在 1991 年再次上市公开募集股票，以减少债务负担。它在纽约证券交易所挂牌上市，并将在 20 世纪末再度成为卡尔·伊坎的狙击目标。

针对时代杂志的出版商时代公司发生了另一次大规模的收购战。1989 年，时代公司宣布与华纳通讯（Warner Communications）合并，双方通过股票互换的方式旨在成为一次“平等的兼并”。然而，派拉蒙通讯公司——以前的海湾西部工业公司——向时代公司提出了 175 美元每股的现金收购要约。对时代公司给出了近 110 亿美元的估值。随后，时代公司和华纳撤回了之前的协议，而时代同意以每股 70 美元的价格购买华纳的一半股份。时代公司计划随后收购华纳剩余的股权，并将华纳吸收合并入时代公司。派拉蒙进一步将报价提高到 200 美元每股。但这个报价要约被时代的管理层拒绝了。奇怪的是，特拉华州的法院认为，虽然将公司出售给派拉蒙可以获得更高的价格，但时代公司与华纳达成的合并协议仍然是适当的。法院认定，时代公司的长期增长策略证明了与华纳合并是合理的。结果，时代的股东甚至没有就这个问题进

行投票，就失去了获得100%利润的机会。特拉华州法院在另一起案件中则采取了相反的做法。派拉蒙通讯为了击退QVC网络的收购，采取了旨在确保与维亚康姆公司达成战略联盟的防御措施，但法院阻止了这一防御措施的开展。

合并活动提出了是否应在会计方法上使用并表法或购入法来对被收购的业务进行入账的问题。由于计算利润的方法不同，选择不同的会计处理方法会改变合并交易后存续实体的盈利能力。并表法将两个实体视为未曾分开过，合并之前的会计报告将能够有效再现。而购入法则假定在并购完成的时点之后开始合并计算。被收购实体的资产以市值计价来计入收购公司的资产负债表中。由于市场价格往往会低于收购价格从而导致商誉产生。商誉需要随着时间的推移进行折旧，从而带来的额外费用削减了利润。

金融舞弊行为不断增加

贪婪日益引起华尔街的担忧。投资银行家收到的大额佣金以及接管公司获取的巨额利润开始招致批评，而被收购的公司往往需要承担大量的债务从而危及它们的生存。1986年7月，LTV公司的破产强调了这一危险的现实。这是历史上最大的破产案例，并引发垃圾债券市场的震荡。杠杆收购过程中产生的大量债务引起了购买这些垃圾债券的机构对这种债券可行性的担忧，这些投资机构包括储贷协会和保险公司等。弗雷德·卡尔在洛杉矶的First Executive公司在1984年持有48亿美元的垃圾债券。卡尔曾在20世纪60年代担任企业基金的共同基金经理，在该基金被SEC关闭后离职。然后，他去了First Executive公司，并通过E. F. Hutton，Dean Witter Reynolds和Shearson/美国运通等公司出售高收益的单一保费递延年金将这家公司逐步做大。

加州的哥伦比亚储贷协会由汤姆·斯皮格尔（Tom Spiegel）领导，也大量投资于垃圾债券。斯皮格尔将哥伦比亚的资产从1981年的3.73亿美元增加到1986年的100亿美元，而其大部分资产都是投资于垃圾债券。直布罗陀储贷协会在1984年持有4.8亿美元的垃圾债券。帝国储贷协会持有1.42亿美元的垃圾债券。1985年，由大卫·保罗（David Paul）领导的迈阿密Centrust储蓄银行持有6.26亿美元的垃圾债券。查尔斯·基廷的林肯储贷协会持有

1.83 亿美元的垃圾债券。这些储贷协会在储蓄机构的金融危机中将成为中心焦点。

在兼并后大量裁员和拆分无利可图业务的做法引发了对金融家的仇视。20 世纪 80 年代，“瘦身”成为一个不受欢迎的词汇。这是并购导致公司大规模裁员的结果，虽然通过这种努力也降低了成本从而让美国的企业更有竞争力。在 1981 年至 1986 年，有 1 000 多万名美国人由于精简和重组而失业。1991 年后，每年的裁员可以达到 300 万人。裁员的支持者认为，裁员使企业更有效率。而反对者则认为，公司对其工人及其社区的忠诚是公司的底线。对管理层的大额补偿也受到批评。即使数千名雇员被解雇，但一些管理人员仍然可以收到巨额的薪水以及其他福利。高管薪酬有时似乎与公司业绩成反比。20 世纪 70 年代亨利·福特二世被指控将福特汽车公司作为私人糖果店随意提取报酬时，大大增加了人们对管理层补偿的担忧。据说他曾用公司飞机运送葡萄酒，并将母亲的猫和狗在各地运来运去。即使公司已经为其支付了大部分的个人生活费用，福特每年仍然还能获得近 100 万美元的薪酬。通常在公司被接管时给予高管的巨额“黄金降落伞”补偿是另一个批评的目标。例如，在 RJR – Nabisco 竞争中其首席执行官罗斯·约翰逊（Ross Johnson）以及其他失败的管理层，收到了价值 5 300 万美元的黄金降落伞。

20 世纪 80 年代，市场上出现了一些奇怪的人物。德雷克塞尔·伯纳姆（Drexel Burnham）公司的杰夫（疯狗）贝克，宣称自己以前是中情局的特工和战争英雄。贝克参与了 RJR – Nabisco 的收购，并在电影《华尔街》中饰演了角色，该电影攻击了华尔街的不道德行为以及那些恶意收购者。在那部电影中，迈克尔·道格拉斯（Michael Douglas）扮演了华尔街恶棍戈登·盖柯（Gordon Gekko），其台词给人留下了深刻的印象，“贪婪很好。贪婪是对的。贪婪有其作用。贪婪穿透、阐述和捕捉到了进化精神的本质。”而在现实生活中，杰夫·贝克被认为是一个“强迫性的演技精湛的骗子”。[1] 华尔街的骗术大师威廉·斯托克（William J. Stoecker）能够凭借虚假的净值索赔而借入

---

① James Grant, *Money of the Mind: Borrowing and Lending in America from the Civil War to Michael Milken*, p. 413; Bryan Burrough and Hohn Helyar, *Barbarians at the Gate: The Fall of RJR Nabisco.*

4 000万美元。一些恶意收购者发现自己成为政府调查的焦点。维克托·波斯纳就是一个特别显眼的目标。他自1966年以来就一直在购买公司，并因敏锐的交易能力而享有盛誉。早在恶意收购流行之前，1969年时他就在收购沙龙钢铁公司时进行了一场艰苦的战斗。1979年，波斯纳运用垃圾债券和创造性融资工具接管了U. V. 工业。1984年，波斯纳在德雷克塞尔·伯纳姆和Michael Milken的协助下，以2.06亿美元收购了皇家皇冠。

波斯纳通过一些隐蔽的交易最终获取了Fischbach公司的控制权。他购买了该公司10%以上的股票，导致公司被迫向波斯纳和他的儿子寻求签署暂停收购协议，该协议限制波斯纳收购公司的股票不得超过24.9%。为了逃避这一协议，波斯纳通过迈克尔·米尔肯和伊万·波斯基购买股票。波斯纳随后获得了Fischbach公司的控制权，并开始掠夺该公司。尽管他的公司在20世纪80年代经历了财务困难，但波斯纳继续向自己支付数百万美元的薪酬。于此同时，他还进行逃税。波斯纳于1986年7月被判违反了《联邦所得税法》，因为他通过提高捐赠给圣经学院的土地估值来逃税。他的定罪被搁置了一段时间，但他后来承认了罪行，因而不得不支付400万美元的罚款，并将以服务社区的形式安置无家可归者，而且为此花费了300万美元。波斯纳和他的儿子也被认为在通过米尔肯和波斯基持有Fischbach公司的股票案件中有违规行为。因此，波斯纳被命令吐回了从该公司掠夺的约400万美元资金。

内幕交易

20世纪80年代并购狂潮还带来另一项麻烦的副作用是一系列内幕交易丑闻。在一起案例中，恰恰在科威特石油公司收购Santa Fe的消息被公布之前，有人通过太平洋证券交易所购入了Santa Fe International的大量期权。大多数期权都是通过瑞银公司（Crédit Suisse）购买的。而在约瑟夫·塞格拉姆公司（Joseph E. Seagram&Co.）即将公布对其收购要约之前，圣乔矿业公司的股票和期权也都出现了大笔的交易。这些交易都是通过外国账户进行的，账户所在地主要是在瑞士。SEC对这两个案例都进行了追踪，经过很多努力才能刺破瑞士银行的保密法获得这些信息。交易者最终不得不放弃大部分的利润，

其中约800万美元来自对圣乔公司的交易。

内幕交易并不总是会被阻止。联邦地方法院发现，俄克拉荷马州大学足球队的主教练巴里·瑞泽（Barry Switzer）在听到了一个管理层人士与妻子的对话后利用该信息进行了交易，但他的做法没有违反《联邦证券法》。当时瑞泽正在这位管理层人士后面的一排座位上晒着日光浴等待大学田径运动会的开始。法院认为，瑞泽并不对该公司的股东负有信托责任，所以他不会因此而被限制利用该信息来交易股票。在Chiarella诉美国政府一案中，最高法院审理了一家金融机构打印员的案件，此人利用其正在打印的代理材料从中获取了即将公布的投标报价保密信息随之利用该信息进行交易。[①] 法院认为，他获取这一信息并未违反SEC在起诉内幕交易时使用的反欺诈规则10b-5。法院的结论是，仅仅由于拥有非公开信息，并不会触发第10b-5条规则规定的披露义务。而且，交易者和信息来源之间必须存在信托义务关系才会触发该规则。政府指控认为，如果不能平等获取信息，那么拥有此类信息的个人将不得交易或披露该信息，而最高法院驳回了这一指控。

后来，在Dirks诉SEC案中，最高法院裁定投资顾问虽然获知了关于股权融资公司（Equity Funding）正在进行欺诈的信息，但并没有违反第10b-5条的规定。[②] 该投资顾问使用该信息提示他的客户卖出了几百万美元的股票，避免了当丑闻公开后会带来的巨大损失。最高法院再次驳回了关于SEC的反欺诈规则要求交易者需要平等获取信息或进行公平交易的指控。最高法院认为，仅拥有关于公司的非公开信息不会导致违反第10b-5条的规定。在Carpenter诉美国政府一案中，最高法院的法官在关于华尔街日报的记者是否违反了SEC第10b-5条的规定这个问题上分为同样人数的两派，该记者盗用了将会出现在报纸专栏中而且会影响市场的尚未公开信息。[③] 这名《华尔街日报》的记者在《华尔街传闻》专栏中报道的信息尚未发布之前利用其进行交易。最高法院一致同意定罪为邮件和电话欺诈。但法院在卡朋特一案上就是否适

① *Chiarella v. United States*, 445 U. S. 222 (1980)

② *Dirks v. Securities and Exchange Commission*, 463 U. S. 646 (1983).

③ *Carpenter v. United States*, 445 U. S. 19 (1987).

用第10b-5条规则分成了两派观点，对于这种“盗用”行为是否构成违反《证券法》始终没能作出判决。直到1997年，最高法院在美国政府诉O'Hagan一案中判定，虽然律师不是相关公司的内部人士，但他仍然不能在获取了关于客户活动的机密信息后凭借该信息进行交易。[①] 法院结论认为盗用这些信息确实违反了第10b-5条规定。

在美国政府诉Chestman案中，纽约联邦上诉法院认定，第10b-5条规则并没有阻止家庭成员及其经纪人凭借即将进行的收购信息来进行交易。[②] 该信息是从可以获取内幕信息的家庭成员处秘密获得。然而，法院仍然坚持根据其他SEC规则——在邮件和电话欺诈法规下不得利用要约报价机密信息来进行交易——来定罪。最高法院在Basic Inc. 诉勒文森案中表示，一家公司需要对关于其购并活动的虚假新闻负责。[③] 该决定是基于公司对“市场上的欺诈”负有责任的理论。这个理论认为市场是有效的，并且注入市场的虚假信息会导致价格下跌。法院提出了一条并不完全令人信服的假定，由于市场中进行交易的投资者在交易时会依靠公司提供的信息，因此公司需要对虚假信息负责。

《1984年内幕交易制裁法》额外授权SEC可以对内幕信息交易者强制执法。《1988年内幕交易和证券欺诈执法法》则给SEC增加了更多的权力。SEC被授权处以三倍于内幕交易利润的民事处罚，以及其他权利。对内幕交易者进行举报则可以获得高达罚款额10%比例的奖金。SEC还与外国签署了几份谅解备忘录（MOU），据此，SEC和外国监管机构同意，它们将向SEC提供对在美国市场交易的外国人进行调查的机会。不过，内幕交易丑闻仍然持续存在，并将在华尔街的交易中占有巨大的份额。意外后果（unintended consequence）的原则也将在发现这种不法行为方面发挥重要作用。

---

① *United States v. O'Hagan*, 521 U. S. 642 (1997).

② *United States v. Chestman*, 947 F. 2d 551 (2d Cir. 1991).

③ *Basic, Inc. v. Levinson*, 485 U. S. 224 (1988).

内幕交易丑闻继续出现

在罗纳德·里根当选总统以来，由于担心证券业受到过度监管，而努力削减 SEC 的权力。在 20 世纪 70 年代一直担任 SEC 执法司主任的非常激进的斯坦利·斯普林宁被解职后成为中央情报局的总顾问，当时前任 SEC 主席威廉·凯西（William Casey）担任中央情报局局长。随后 SEC 开始削减其执法项目，例如对于是否起诉花旗公司为避免缴税而使用离岸货币交易是非法行为的内部争议。SEC 由于对案件起诉热情的消退而受到批评。SEC 自身也出现了一些丑闻。区域办事处的部分员工被起诉性骚扰，指控称这个办公室里经常会有性派对和酒会。执法司的新任主管被指控殴打他的妻子，这个事件还被改编成了电视电影。为了加强形象，SEC 开始追查内幕交易案件。SEC 一度认为这些案件不会不当地打扰华尔街的运行，但是结果恰恰相反。当迷雾清除时，一些高调的金融家发现自己已经进入监狱，刻画 80 年代的这个十年的基本词汇之一永远离不开贪婪。

在一起非常高调的案子中，SEC 指控副国防部长保罗·泰勒（Paul Thayer）参与了内幕交易。他一直向他的朋友和他的情妇提供内幕信息。泰勒从他以前担任 LTV 公司董事长和 Anheuser - Busch 董事的途径获得内幕信息。德雷克塞尔·伯纳姆公司的总经理丹尼斯·莱文则是另一个很有名的内幕交易圈子的中心。莱文每年在德雷克塞尔·伯纳姆公司的薪酬就有 100 万美元，他通过一群线人来获取内部信息。这个圈子的成员包括拉兹·弗雷尔斯（Lazard Freres）的罗伯特·威尔基斯，纽约律师事务所 Wachtell Lipton 的合伙人 Ilan Reich（他专门从事兼并和收购），希尔森雷曼兄弟公司的管理层人员 Ira Sokolow，以及高盛（Goldman Sachs&Co.）的员工大卫·布朗（David Brown）。[①]

莱文在 1980 年 6 月至 1985 年 12 月的从 54 家公司的内幕交易中获得了 1 200万美元以上的收入。当一封匿名信件从委内瑞拉发到美林公司后，他的

① David A. Vise and Steve Coll, *Eagle on the Street*, P. 307.

计划开始泄露，该信件指出其通过 Swiss Bank Leu 的巴哈马办事处交易的一个银行账户进行交易来盈利。经纪人甚至可以通过“复制”（piggybacking）该账户的交易来盈利。美林公司将这一发现向 SEC 进行了报告，SEC 的工作人员随即开始调查该账户。SEC 非常好奇，一个账户是如何可以让每笔交易都盈利的，但是刚开始的调查因为莱文进行交易的银行受到巴哈马银行保密法律的保护而被阻挠。在 SEC 对巴哈马的这家银行施加压力之后，最终莱文的名字被发现。

莱文于 1986 年 5 月 12 日被捕，他承认犯有 4 项重罪。为了减轻他的监禁，莱文后来对华尔街的套利者和恶意收购者伊万·波斯基进行了检举。波斯基后来被判禁入证券行业，并同意支付 1 亿美元的罚款。但是波斯基获得了选择自己的判刑法官的机会，他因此只服刑 20 个月。人们认为由于其社会地位，波斯基受到了特别优待。当人们发现波斯基的认罪协议允许他在公开宣布被罚款之前出售他的股票时，SEC 进一步陷入尴尬的境地。这也是一种内幕信息，让波斯基得以避免在他的定罪宣布后股票价格急剧下降后出售股票。

波斯基和莱文并不是仅有的参与内幕交易的投资银行家。摩根士丹利的一名雇员雅克·库图斯（Jacques Courtois）因为内幕交易被监禁了一年，并支付了 15 万美元的罚款。另一位前摩根士丹利员工 Adrian Antoniu 与哈佛同学詹姆斯·纽曼（James Newman）一起进行内部交易。Antoniu 后来离开了摩根士丹利，但他一直与库图斯保持联系，后者向他提供内部信息。Antoniu 和纽曼在内部交易活动中获得了 80 万美元的收入。

Wachtell，Lipton 律师事务所的合伙人 Carlo Florentino 于 1981 年被控内幕交易。他从该交易中获得了约 60 万美元。马丁·西格尔（Martin Siegel）是另一位内幕交易者，他向伊万·波斯基提供关于潜在收购标的公司的内幕信息。是西格尔设计出了《黄金降落伞》这种策略来抵御公司被恶意收购，他在离开 Kidder，Peabody 公司后加入了德雷克塞尔·伯纳姆公司，作为该公司的投资银行家他每年的薪酬是 300 万美元。但西格尔却并没有满足。伊万·波斯基向他支付了 15 万美元作为他提醒自己马丁·玛丽埃塔公司将使用“反噬策

略”来对抗 Bendix 公司的收购计划这一信息的报酬。西格尔对于内幕交易的重罪指控认罪，并被判入狱。为与 SEC 达成和解，他还付出了 900 万美元。Kidder，Peabody 公司也向 SEC 支付了1 300万美元，以和解该公司在西格尔的一系列不当行为中应负的责任，另外还要交出 1.65 亿美元来和解由此丑闻引发的私人诉讼。

Kidder，Peabody 公司的雇员和套利交易员蒂莫西·塔博尔和理查德·威格顿也被逮捕。威格顿戴着手铐像“流泪的青蛙”一样从他的办公室被押解出来，然而对他和塔博尔起诉后来都被撤销。高盛公司套利部门负责人罗伯特·弗里曼也被指控犯有内幕交易罪。对弗里曼的起诉书被发现存在漏洞，但后来他承认了其中一项重罪指控。弗里曼承认利用马丁·西格尔提供给他内幕消息进行交易。纽约证券交易所的场内交易员伯纳德（兔子）拉斯克 Bernard（Bunny）Lasker 似乎曾经告诉过弗里曼，Beatrice Foods 的销售陷入困境。弗里曼于是打电话通知了也曾涉及该笔交易的马丁·西格尔。西格尔告诉弗里曼，“兔子的嗅觉非常灵敏”。这些信息是内幕信息，弗里曼因此被送到监狱，并被罚款 100 万美元。内幕交易的检控名单继续增加。摩根士丹利公司的分析师 Stephen Sui－Kuan Wang 被控从内幕交易中获利超过 1 900 万美元。美林公司的一名交易员提前获悉了将会在商业周刊股票交易专栏上发布的一些材料，因此被指控在该消息被公开之前进行内幕交易。

为了减轻自身的判罚，伊万·波斯基暗示了约翰·马尔赫伦（John Mulheren）的非法行为。马尔赫伦是华尔街的套利者和歌手布鲁斯·斯普林斯汀（Bruce Springsteen）的朋友，他因此持枪去暗杀波斯基。他在行动时被拦截，并因波斯基指证的非法行为而受到审判。但对马尔赫伦的指控后来在上诉时被推翻。波斯基还曾指证卡尔·伊坎（Carl Icahn）有不当行为，但后来检方没有对伊坎提出指控。博伊德·杰弗里斯（Boyd Jefferies）是第三市场的交易员，他也成为波斯基指证的目标。杰弗里斯后来承认曾帮波斯基代持股票，以及曾操纵美国运通公司出售的消防员基金的股票交易。保罗·比尔塞里安（Paul Bilzerian）被定罪为在 Cluett，Peabody 公司、哈马姆纸业公司、H. H. 罗伯逊公司和阿姆科钢铁公司的股票中进行欺诈性股票交易。通过由

Jefferies&Co. 公司为其代持股票，比尔塞里安隐瞒了他持有这些公司的股权，以此来逃避 SEC 的披露要求。他还虚假申报税表。比尔塞里安因此被罚款 150 万美元，被判入狱四年。

迈克尔·米尔肯

迈克尔·米尔肯是波斯基案件中另一名牺牲者。米尔肯在 1989 年 3 月受到 98 项重罪指控，包括违反《证券法》进行邮件和电话欺诈以及诈骗等。政府希望从米尔肯处没收 11 亿美元，作为他在 1984 年至 1987 年犯罪的赔偿金额。对米尔肯的指控涉及股票代持和其他一些颇有争议的操纵方式。这些指控的罪行非常复杂，但奇怪的是并没有包括内幕交易。[①] 米尔肯最终承认犯有六项重罪，同意接受 6 亿美元的罚款。他被判入狱十年。对米尔肯作出的判决被认为是："没有经验的法官对引起市场腥风血雨的专栏作家的宣判"，对他的量刑后来有所减少。[②] 德雷克塞尔·伯纳姆公司也最终认罪，并同意因米尔肯的违规接受 6.5 亿美元的罚款。在被起诉时，米尔肯是他那个时代里"最妖魔化"的金融家。[③] 然而，米尔肯在监狱中生存了下来，他在 20 世纪末出狱并以教育专家的身份重新出现。

但内幕交易仍在继续。在一宗案件中，一名精神科医生罗伯特·威利斯（Robert Willis）被控利用一名病人提供的保密信息进行交易，该病人是时任美国运通董事长桑福德·威尔（Sanford Weill）的妻子。她告诉医生，她的丈夫正在寻求成为美洲银行的首席执行官。美洲银行当时处于财务困境，威尔已经从 Shearson 公司获得 10 亿美元的资金承诺来增强该银行的资产负债表。医生利用这些信息进行了交易，尽管最终注资没有实行，但这名医生却从中获利。在另一起案件中，SEC 对福特汽车家族成员夏洛特·福特的丈夫爱德华·唐尼（Edward Downe）提出指控。唐尼从贝尔斯登公司的董事会成员那

---

① Charles R. Morris, *Money, Greed, and Risk: Why Financial Crises an Crashes Happen*, pp. 126 – 29; Jesse Kornbluth, *Highly Cnfident: The Crime and Punishment of Michael Milken.*

② Morris, Money, *Greed, and Risk*, p. 131.

③ Liman, *Lawyer*, p. 293.

里获取到内幕消息。他被艾伦·亚伯拉罕（Alan H. Abrahams）供出，该人曾经利用劳合社（Lloyd，Carr&Co）进行大规模欺诈并导致 CFTC 暂停了美国的期权交易，但他成功躲过了入狱的判决。显然，亚伯拉罕告发他是因为其女友与唐尼有社交关系而感到懊恼。其女友还曾指控亚伯拉罕偷她的钱包。

第 4 节 银行业的困境

美洲银行在 1980 年时是世界上规模最大、利润最高的银行。但六年后，它出现了超过 10 亿美元的亏损。20 世纪 70 年代美国银行的首席执行官 A. W. "汤姆"克劳森，他带领银行获得了快速增长和丰厚盈利。克劳森于 1981 年离开美洲银行，转任世界银行行长。事实证明他的接班人塞缪尔·阿马科斯特（Samuel Armacost）无法应付随后的危机，在银行快要倒闭时他被撤职了。1980 年至 1981 年，美洲银行的不良贷款从约 4 亿美元增加到 12 亿美元，1982 年进一步攀升至 31 亿美元。1980 年至 1985 年，该银行注销了 40 亿美元的不良贷款。在墨西哥、巴西和委内瑞拉还有另外的 70 亿美元贷款存在疑问。数千名员工被解雇，187 家分支行被关闭。此后，克劳森被请回来负责重建银行。美洲银行在 1988 年恢复了盈利能力。美洲银行不是唯一陷入拉丁美洲债务危机的银行，花旗集团在 1983 年的不良贷款超过 17 亿美元。

拉美债务危机

拉美债务危机的核心是墨西哥，该国在 1981 年到 1982 年遭遇了大规模的资本外逃以及同时发生的比索贬值。在 1982 年初，墨西哥将比索贬值了 40%，但这却导致资金更大规模的外逃。针对比索出现的挤兑现象，美国的银行已经不愿给墨西哥提供任何贷款。1982 年 8 月，墨西哥宣布对其债务违约，债务规模合计高达 850 亿美元，这进一步加速了资本的外流。1982 年 9 月，墨西哥对其银行采取了国有化措施，关闭了所有的美元账户，并宣布延期偿还其债务的本金。同时实施了外汇管制，要求在墨西哥银行账户里的所

有存款都用比索来偿还，而且使用低于市场的汇率折算。有一家法院表示，这些对美国投资者存放在墨西哥的银行里的资金采取的管制措施是一种“蒙特苏马式的报复”。[①]

墨西哥的外债余额超过800亿美元，其中的250亿美元是来自美国银行的贷款。9大美国银行对墨西哥的贷款余额是它们资本金的44%。墨西哥最大的公司Grupo Industrial Alfa对花旗银行和大陆伊利诺伊银行的贷款违约，这两家银行各自都给其贷款1亿美元。为了缓解危机，美联储给墨西哥贷款6亿美元。美联储还安排了美元对比索的货币互换。但仍然需要更多的救助，美国因此组织了40亿美元的救援方案，向墨西哥发放了30亿美元的新贷款。美国政府还给予墨西哥20亿美元的紧急信用额度，并由能源部预先向墨西哥支付了10亿美元的石油采购款。此外，美国商业商品公司还向墨西哥提供了10亿美元资金用于从该国进口谷物。国际清算银行也另外提供了15亿美元的贷款。

但这些措施并没能阻止危机向其他欠发达国家的蔓延。墨西哥危机之后，巴西、阿根廷也随之违约，此后全球还有20多个其他国家先后违约，其中包括尼日利亚、委内瑞拉和哥伦比亚。这次债务危机中国际货币基金组织(IMF)开始承担一个新的角色，而此前当货币汇率开始浮动以后，该组织已经没有多大的作用。IMF在理查·德尼克松取消了黄金评价之后急需找到新的任务。“从20世纪80年代早期开始，该组织开始向受到大规模资本外逃打击的国家提供贷款。”[②] 国际货币基金组织开始成为一名最后贷款人。1983年，IMF的应急基金从71亿美元增资到190亿美元。IMF找到了自己的用武之地。在1982年底，10家美国最大的银行对各国的贷款中有500亿美元会被违约。当时形势非常危急，人们担心整个银行系统会出现崩溃。IMF首先聚焦于墨西哥，致力于重组该国的财政状况。IMF提供了45亿美元来救援墨西哥。

美国银行业开始重新安排贷款以避免违约。1983年10月，200亿美元的

---

① *Callejo v. Bancomer, S.A.*, 764 F.2d 1101 (5th Cir. 1985).

② Michael M. Weinstein, “When Lending Money Just Isn't Enough,” p. C1.

墨西哥债务被重新安排。在其他几个拉丁美洲国家也会被实施贷款重新安排，对贷款条件的调整包括延长贷款的到期日和降低利率、免除部分债务，或者上述条件的组合以及一些其他条款的改动。发放额外的贷款往往也是重新安排计划的一部分，从而让这些国家可以获得流动性。美国的银行急于重新安排贷款，因为这样做可以避免将这些贷款处理为不良贷款，从而需要提取准备金进而影响利润。但不管怎样，美国的银行仍然必须计提一部分贷款损失准备金。1983 年颁布的《国际贷款监管法》要求美国的银行对那些难以偿还债务的国家的贷款提高损失准备金，包括阿根廷、巴西、委内瑞拉、秘鲁、智利、哥伦比亚和厄瓜多尔在内的不发达国家债务危机仍在继续。许多国家宣布无法履行还款的责任。此外，菲律宾和尼日利亚还发生了财政危机。波兰在偿还外国贷款方面也遇到困难。其在 1981 年将不得不对 24 亿美元债务违约。为了摆脱全球经济的崩溃，国际货币基金组织向几个陷入困境的国家提供了数十亿美元的贷款。

1980 年，巴西看上去很有可能将会对债务违约。违约事件虽然推迟了一段时间，但 1982 年 10 月又在巴西出现了另一场债务危机。当时巴西的债务额高达 850 亿美元。1982 年 12 月，Banco Do Brasil 巴西银行在纽约结算所电子支付系统（CHIPs）中开始延迟付款，这几乎导致该系统崩溃。该银行无法偿还债务，纽约的各家银行不得不对巴西政府提供救助。1983 年 2 月，国际货币基金组织向巴西提供了 50 亿美元的贷款。这是一笔“有条件”的贷款，要求巴西政府削减支出和改革财政政策作为获得该笔贷款的条件。1983 年 4 月，由于国际货币基金组织提出的财政改革条件生效带来的影响，巴西爆发了骚乱。由于这场骚乱，巴西未能满足国际货币基金组织的财政改革条件。即使如此，巴西在 1983 年再次要求追加 65 亿美元的贷款。

此外，阿根廷也开始引起市场的关注。在 1982 年福克兰群岛战争时期，阿根廷向外国债权人欠了约 400 亿美元债务，其中大部分贷款是由美国银行提供的。阿根廷违约后，国际货币基金组织于 1983 年 8 月安排了一次救援行动。国际货币基金组织向阿根廷提供了 11 亿美元的贷款，阿根廷政府还从 300 家银行获得了另外 15 亿美元的银团贷款。委内瑞拉重新安排了约 90 亿美

元的外债。因为不发达国家的经济问题仍未得到解决，拉美债务危机仍在持续。1986 年，以财政部长詹姆斯·贝克（James A. Baker）命名的“贝克计划”准备重组拉美债务。贝克计划建议银行提供额外的贷款以及世行同时提供资金支持，下调未偿还贷款的利率，同时延长贷款期限。1987 年 3 月，在贝克计划尚未实施之际，巴西宣布暂停偿还其超过 1 200 亿美元的债务。此时，美国的银行已经开始计提它们的损失。美国前 15 大银行在 1987 年计提了 80 亿美元作为向拉丁美洲贷款的损失准备金。花旗银行宣布已经为其拉美贷款的损失计提了 30 亿美元的风险准备金。另外还有其他几家大型银行，其中包括汉诺威制造业银行计提了 17 亿美元，大通曼哈顿银行也基本计提了同等的金额，以及美洲银行和和化学银行各自计提了 11 亿美元的准备金。

布雷迪债券

危机仍在继续。新任财政部长尼古拉斯·布雷迪（Nicholas Brady）在 1989 年宣布了另一项重组计划。该计划提供的债务减免是以有关国家通过改变政府开支和财政计划为条件的。布雷迪计划通过国际货币基金组织和世界银行寻求债务减免，并重组商业银行信贷。银行贷款重组有多种方案，其中包括延长到期日、减少本金和调整利率。其中安排之一是允许银行以 35% 的折扣将现有贷款转换为 30 年期的债券。这些“布雷迪”债券由国际组织的资金安排来提供担保。银行还可以选择另一个替代方案，按照面值将它们的贷款替换为债券，但新债务的利率要低于原来的贷款。救助拉丁美洲债务人的另一种方法是通过债务资本互换。在这里，银行折价出售债务来换取政府所拥有的产业股权。还有自然（保护）互换的方式，即在借款政府承诺保护荒野地区来换取债务免除后允许银行注销坏账损失。

1989 年，墨西哥同意通过贴现银行贷款来重组债务，将贷款替换为以美国国债作为抵押的 20 年期浮动利率的布雷迪债券。墨西哥随后开始出售政府企业将经济私有化。在阿根廷、巴西、保加利亚、哥斯达黎加、多米尼加共和国、厄瓜多尔、约旦、尼日利亚、巴拿马、菲律宾、波兰、乌拉圭和委内瑞拉等地进行了布雷迪计划的重组。部分布雷迪债券设置了抵押，其他的则

没有抵押。大部分债券是以美元发行，小部分以当地货币发行。有抵押的布雷迪债券分为固定利率债券和浮动利率债券，以与布雷迪债券期限相同的美国零息国债作为担保。布雷迪债券市场逐步发展起来，该种债券往往以折扣价交易，反映了对拉美债务的持续关注。然而随着阿根廷和巴西经济的复苏，这两个国家已经能够为其大部分债务进行再融资。除此之外，这些国家还进入布雷迪债券的欧洲市场交易，以折扣价格买回布雷迪债券。那时候，以美元计价的巴西 30 年期布雷迪债券卖出价约为 50 美分。

美国的银行业

尽管遭遇这些挫折，美国的银行业仍然是一个庞然大物。20 世纪 80 年代，美国银行业的资产超过了 28 万亿美元。这个行业高度集中。1984 年，前六十四家银行占银行业资源的 50% 以上。1984 年，由 Walter Wriston 领导的花旗集团是美国最大的银行业机构。随后是美洲银行、大通曼哈顿、制造商汉诺威和摩根大通。Willard C. Butcher 于 1981 年取代了大卫·洛克菲勒（David Rockefeller）成为大通曼哈顿银行的领导人。大通曼哈顿的资产近 900 亿美元。相比之下，吉拉德银行的存款只有约 40 亿美元。

美国很多银行难以适应新的竞争性利率环境。1982 年，前十大银行的不良贷款达 119 亿美元，即使没有参与拉美贷款的银行也在房地产贷款方面遭受损失。当银行寻求对贷款进行重组、再融资和处置违约贷款时，银行业的不良资产处理部得到扩张。进入 FDIC 观察名单的“问题”存款机构的数量在 1984 年上升到超过 500 家银行，其中许多都是小银行，但名单上也有几家大型机构。1984 年有 79 家银行倒闭。1985 年前六个月，只有 40 多家商业银行倒闭，而到年底时这一数字为 120 家。到 1986 年，FDIC 观察名单上已经有超过 1 000 家机构。那时，由联邦存款保险公司提供存款保险的存款机构接近 15 000 家。联邦存款保险公司已经为这些机构约 180 亿美元的负债建立了储备金，但是太多问题银行的出现使人们开始担心需要更多的储备资金。这种担忧将继续提升。1988 年，有 700 多间银行关闭。

一家遇到麻烦的银行是旧金山的 Crocker 银行，这家银行在 1981 年已经

被英国机构米德兰银行（Midland Bank）收购。Crocker 银行此前已经接管了在 C. Arnholt Smith 领导下倒闭的圣地亚哥国民银行。由于 Crocker 银行试图快速扩张，因而接受了大量可疑的贷款，最终都成为不良资产。富国银行于 1986 年接管了 Crocker 银行。20 世纪 80 年代中期的石油价格下滑导致了以石油为主要产业的阿肯色州、路易斯安那州、俄克拉荷马州和得克萨斯州的另一次银行业危机。几家德州控股的银行被收购或与其他机构合并。第一共和银行控股公司在 1986 年出现问题，随后几年连续亏损。1988 年上半年，第一共和国损失了 23 亿美元，随后被北卡罗来纳州夏洛特的 NCNB 银行接管，后者就是后来的国民银行（NationsBank）。

国民银行利用允许跨州收购倒闭银行的法律条款，实现了迅速增长。国民银行在其本州北卡罗来纳州全境都可以开设分支机构。限制开设分支机构法规中的这一漏洞和其他一些漏洞使得国民银行能够扩张规模，与纽约这样的货币中心地区的银行进行竞争。《1982 年日耳曼法》（*Garn - St. Germain Act*）允许银行和储蓄机构的州际合并，这进一步推动了银行业的跨州扩张。缅因州通过立法，允许州际银行在互惠的基础上合作。纽约和阿拉斯加于 1982 年通过关于银行业的决议，允许两州之间银行开展互惠合作。鼓励州际银行业务的一些州通过了地区性跨州银行业务条约。东南部各州还签订了一项协定，允许这些州的银行在签署该协定的州内收购或开设银行。然而，经过了 20 世纪 70 年代的分支行扩张之后，银行业在 80 年代又开始关闭一些分支机构。1982 年，分行数目下降了约 1 000 个。相比之下，自动取款机的数量爆炸式增长。到 1983 年，美国约有 50 000 台自动取款机在运行。这一数字在 1990 年几乎再度翻倍。同时也出现了大量的 ATM 银行卡丢失和被盗案件。1985 年每天都有 1 300 多起这类事件的报告。

有些州开始寻求州外的银行在本州境内建立网点。南达科他州允许其他州的银行收购本州发牌的机构，从而允许它们在全国范围内向州外的居民承保和出售保险。美联储阻止了这种特别的做法。不过，花旗银行在南达科他州开设了信用卡机构，以逃避纽约州的高利贷限制。到 1983 年，花旗银行在南达科他州、特拉华州、加利福尼亚州和缅因州设有办事处和业务，其信用

卡系统在全国范围内运作。花旗将分支机构拓展到内华达，在那里开设信用卡处理中心。在接管了佛罗里达和伊利诺伊州的一些失败的储贷协会后，花旗银行开始进入到这两个州的市场中。

纽约州给银行对空头支票的罚款设定了上限。最初，1982 年罚款的金额为 7 元，到 1991 年则上升至 15 元。银行的各项服务都要收费，同时低收入人士也越来越难以获得银行的服务，这都导致了支票兑现“商店”的设立。1984 年，在纽约即开设了大约 300 家这种商店。这种支票兑换业务是 20 世纪 80 年代“金融服务业里增长最快的部门”。在 1992 年大约有 5 000 家支票兑现公司在营业。[①] 而对于比较富裕的人群来说，信用卡则开始大量替代现金。截至 20 世纪 80 年代末，全球共有近 2 亿人持有威士信用卡。这些卡被 650 万个企业接受，每天支付近 6 亿美元。威士信用卡还需要面对美国运通卡和西尔斯发现卡的竞争。威士卡和发现卡的持有人需要为其跨月的欠款余额支付过高的利率，一般来说为 18%，甚至更高。

20 世纪 80 年代银行业经历了从“关联”银行向“交易”银行的转变。以前，银行依靠与客户建立业务关联作为贷款业务的基础。银行不断尝试扩大与客户的各种业务关联，并吸引新客户。这种做法现在正在被放弃。相反，银行开始向没有业务关联的客户销售产品。银行通常有几条不同的产品线提供给客户。银行提供现金管理服务和计算机化的管理，使公司能够轻松管理其现金头寸和银行账户，以及转移账户余额和资金。结构性融资和资产证券化将银行从存款接受者和贷款人转变为承销商和分销商这类贷款的管道。夹层融资成为银行业的重要市场——这是一种在公司资本结构中优先级处于高级债务和普通股权之间的债务。这种债务包括次级债务和次次级债务。夹层债务被认为比垃圾债券债务更有信誉。认股权证有时会附加在贷款之上，从而为银行提供提高收益的空间。银行增加了其参与贷款类的活动——一家银行将其发放的贷款分拆卖出一部分给其他银行和投资者。这种安排方式使得银行的组合更加多元化，从而能够通过分散个体违约风险来改善资产负债表。

① D'Arista, *Evolution of U. S. Finance*, p. 134.

贷款参与的销售包括短期贷款和循环信贷便利下的“周转贷款”等多种信贷方式。其他银行贷款的出售活动包括中期和长期的债务。这些贷款销售使得更多银行得以在80年代的合并狂潮期间参与到融资杠杆收购和各项收购业务中。

金融信息服务为银行业提供了另一个业务机会。花旗银行1986年以6.8亿美元收购了Quotron。然而，Quotron的市场份额迅速被迈克尔·彭博（Michael Bloomberg）组建的公司夺走，彭博曾是所罗门兄弟公司的雇员，在其与Phibro合并时被解雇。彭博金融市场建立了一个覆盖全球的金融信息系统，它们将其电脑终端设在交易员的办公室。到1995年，彭博社将在金融社区的办公室里拥有超过5万个屏幕，甚至可以开设自己的金融电视网。彭博终端提供对各种证券及其收益率的分析，并可以进行数据分析和风险计算。美林公司支付了3 000万美元获得了彭博社30%的股权，但后来出售了部分股权。最初，彭博社同意不将其终端卖给与美林公司竞争的公司，但是该限制性协议后来被撤销了。

银行在国债和市政债券承销中仍然占据很大比例。银行提供了与共同基金类似的合并信托账户。传统信托账户是银行收入的另一个来源。约有100家国民银行受到货币监理署指责，因为它们没有将信托资金按照现行的市场利率进行投资。房屋所有权质押贷款在20世纪80年代开始变得流行起来。这种贷款的利息成本可以由房主在税前抵扣，即使贷款的目的是与房屋无关的其他个人利益。受浮动利率驱动，1986年纽约银行货币市场的外汇交易额每日约为600亿美元。这一数字将在1989年增加到超过1 000亿美元。在当时，全球范围内的日均外汇交易额已经达到1万亿美元。

其他金融业热点

美国经济正在遭受磨难。更多来自日本产品的竞争造成了对日本的大额贸易逆差，人们开始担心美国工业的生存能力。日本企业也在美国购买了大量的房地产和资产，日本正在友好的收购美国。美元也持续受到日本和德国等这些经济强劲国家的货币的压制。20世纪80年代初时，里根政府宣布不会

干预外汇市场来稳定美元的价值。然而后来美元升值过多，有必要进行政府干预。1985 年 9 月，五大工业国家（美国、日本、德国、英国、法国）的代表在纽约广场酒店举行会议，同意让美元贬值。他们最初打算让美元缓慢贬值，但市场的反应非常剧烈。美元继续下滑，日元升值。这引发了日本人在国外无节制的消费，但升值也让他们货物出口更加困难。另一次会议于 1987 年在巴黎的卢浮宫举行。五国集团同意继续合作稳定汇率，但这一协议很快就受到德国加息的打击。

存款经纪人作为中介将存款存入银行。这些经纪人将其客户的大笔资金拆分成 100 000 美元的份额投资在大额存单上，这是联邦保险可以保障的最高金额。那些存款被存放在多个银行，这样就可以让投资者避免信用风险的担忧，而经纪人则会购买利率最高的大额存单。据估计，1983 年时银行和储蓄机构持有 460 亿美元的经纪存款。银行监管机构试图阻止这种做法，认为这是滥用联邦存款保险。但哥伦比亚特区上诉法院裁定，FDIC 和 FSLIC 不能通过一项规则来限制接受经纪人存款的机构对每个货币经纪人的保险金额在 10 万美元以内。[①] 后来在 1989 年，国会对经纪存款存放于资本金不足的银行设定了限制。一些混合金融公司出现。费城国家公司于 1983 年与国家中央金融公司合并，随后更名为 CoreStates。CoreStates 在 1985 年将殖民地抵押贷款（Colonial Mortgage）公司出售给了通用汽车承兑公司，这是一家购买、出售和服务住房按揭贷款的公司。通用汽车承兑公司当时正在扩张其消费金融服务。

证券经纪商和一些商业公司开始设立“非银行的银行”。根据《银行控股公司法》的定义，银行是接受活期存款同时发放商业贷款的机构。而非银行的银行仅进行其中某一项活动。这让非银行的银行得以逃避《银行控股公司法》和《格拉斯—斯蒂格尔法案》的约束。海湾西部收购了加州银行，并将其商业贷款组合出售，从而成为一家非银行的银行。服装零售店 J. C. Penney 也做了完全相同的事情，它在 1983 年买入一家国民银行并将其商业贷款业务出售。还有一些经营非银行的银行的经纪公司，其中包括：美林、E. F. 霍

---

① *FAIC Securities Co.*, *Inc.* *v.* *United States*, 768 F. 2d 352 (D. C. Cir. 1985).

顿、潘恩·韦伯、德雷克塞尔·伯纳姆·兰伯特和谢尔森·雷曼/美国运通。银行业也在80年代利用非银行来扩大其业务。非银行的银行可以提供可转让提款指令账户（NOW），这种账户类似于支票账户但不会被视为受银行法规限制不得支付利息的活期存款。美联储于1984年批准了一些规则，旨在通过扩大对银行的定义来将非银行纳入银行业监管。但1986年最高法院否决了这一行动。[①] 国会随后在1987年通过《银行业平等竞争法案》对此事进行干预，遏制使用非银行的银行，但该法案遵循溯及既往的原则也使许多不同类型机构设立的非银行的银行不受法律限制。

银行进入证券业务

银行开始寻求利用《格拉斯—斯蒂格尔法案》第20条中的漏洞，该条款限制银行拥有“主要从事于”证券业的附属机构。但这些附属机构可以从事各种被允许的活动，比如交易根据联邦证券法规豁免于进行注册的“合格”证券。所谓的合格证券包括美国政府债券、市政债券、大额存单和银行承兑汇票。此外这些证券类附属机构也可以交易不合格的证券，只要这些机构不是“主要从事于”这类活动就可以。在证券业协会诉联邦储备体系理事会一案中，一家上诉法院认定美联储允许银行附属机构业务中进行的非合格证券交易活动占比不超过10%是适当的，这样附属机构并不会违反《格拉斯—斯蒂格尔法案》所限制的不得“主要从事于”证券业活动的规定。[②] 这为银行进入证券业敞开了大门。

《格拉斯—斯蒂格尔法案》第16条允许银行根据客户指令为客户账户进行无追索权的买入和卖出股票。这一条允许银行代理客户进行证券业务。1982年，货币监理署授权安全太平洋国民银行开设一间名为折扣经纪服务的附属机构。该附属机构被创设为一家折扣经纪商，它可以以代理人的身份为客户执行证券交易。它虽然不能为自身账户交易证券或提供投资建议，但是

① *Board of Governors of Federal Researve System v. Dimension Financial Corp.*, 474 U.S. 361 (1986).

② *Securities Industry Association v. Board of Governors of Federal Reserve System*, 839 F.2d 47 (2d Cir.), cert. denied, 486 U.S. 1059 (1988).

可以为保证金交易发放贷款。而该机构其实是洛杉矶的安全太平洋国民银行和波士顿的富达经纪服务公司的合资公司。这是一家银行和一家折扣经纪商的首次联合。随后，超过200家银行与折扣经纪商合作创办了合资公司。

美联储认为折扣佣金经纪服务与银行活动紧密关联，因此根据《银行控股公司法》允许银行介入该业务。1983年，美联储批准了美洲银行收购美国最大的折扣经纪商嘉信（Charles Schwab）。在证券业协会诉联邦储备体系理事会一案中[①]，最高法院复审了这一决定。最高法院指出，《银行控股公司法》禁止银行控股公司收购非银行业务实体的有表决权股份，除非是“与银行业密切相关……作为其适当的工具。”法院最终同意了美联储的观点：嘉信公司的折扣佣金经纪业务与银行业密切相关，并没有违反《格拉斯—斯蒂格尔法案》第20条。这是银行业的胜利，但美洲银行发现自己陷入财务困境，不得不在短短的时间内将嘉信卖回创始人。最高法院在另一起案件中又称，《国民银行法》限制开设分支行的法规并没有阻止国民银行在全国范围开设折扣经纪商。[②] 在最高法院作出判决之后，不计其数的银行进入经纪业务。虽然银行被限制进行交叉销售，但是银行继续寻求进入证券业务的其他领域。货币监理署和美联储开始允许银行收购可以与机构客户开展交易的全能券商。1987年，联邦法院裁定，国民西敏寺银行PLC及其子公司NatWest Holdings可以向机构客户提供投资咨询和证券经纪服务，这并没有违反《格拉斯—斯蒂格尔法案》第20条。[③]

在另一起美联储理事会诉投资公司研究所案中，最高法院认为，美联储可以允许银行控股公司担任封闭式基金投资公司的投资顾问。[④] 而此前，在投资公司研究所诉Camp机构一案中，最高法院认为，《格拉斯—斯蒂格尔法案》禁止国民银行经营与开放式基金投资公司相关的业务。[⑤] 法院将开放式共

---

① *Securities Industry Association v. Board of Governors of Federal Reserve System*, 468 U. S. 207 (1984).

② *Clarke v. Securities Industry Association*, 479 U. S. 388 (1987).

③ *Securities Industry Association v. Board of Governors of Federal Reserve System*, 821 F. 2d 810 (D. C. Cir. 1987), *cert denied*, 484 U. S. 1005 (1988).

④ *Board of Governors v. Investment Co. Institute*, 450 U. S. 46 (1981).

⑤ *Investment Company Institute v. Camp*, 401 U. S. 617 (1971).

同基金与普通的信托基金进行了区分，普通的信托基金将受托客户的资产进行混合管理，后者在《格拉斯—斯蒂格尔法案》下是允许银行参与的。货币监理署后来允许银行通过普通信托基金来管理个人退休账户（IRA）的资金，这得到了法院的支持。在阿诺德旅游公司诉Camp公司一案中，联邦上诉法院认为，国民银行经营旅行社是违法的，因为根据《国民银行法案》这类活动与银行的业务范围无关。[①] 法院也表示这并不会阻止银行提供旅行支票、外币兑换和旅游贷款等贷款服务，以及发放信用证和提供免费旅游信息。哥伦比亚特区巡回法院联邦上诉委员会认为，美联储认为快递服务属于银行非金融业务类关联业务的观点是错误的。[②] 在另外一起案例中，一家联邦法庭认为，银行不能提供数据处理服务除非仅限于银行业务相关信息。[③]

银行多年来一直进行开展协议投资业务，即存款人将资金存入银行，银行同意在指定的期限内偿还资金以及约定的利息。这种投资协议的运作模式更像年金，与保险公司提供给雇员福利计划的保证收益投资合约的性质类似。美联储还发现有其他一些金融活动并不与银行业密切相关。包括保险费融资、承保人寿保险业务、房地产经纪、土地开发、不动产联合会、物业管理以及运作储蓄和贷款协会。在证券行业协会诉联邦储备体系理事会案中，最高法院认为，银行家信托有限公司不得为其企业客户销售商业票据。[④] 该类活动为《格拉斯—斯蒂格尔法案》所禁止。后来，一家联邦法庭认为，银行可以在不违反《格拉斯—斯蒂格尔法案》的情况下，以代理机构的方式为第三方企业进行商业票据私募筹资。[⑤] 最高法院在海事银行诉韦弗案中认定，根据联邦证券法规，一家美国银行发行的存单不属于必须向SEC注册的证券。[⑥]

---

① *Arnold Tours, Inc. v. Camp*, 472 F. 2d 427 (1st Cir. 1972).

② *National Courier Association v. Board of Governors of the Federal Reserve System*, 516F. 2d 1229 (D. C. Cir. 1975).

③ *National Retailers Corp. of Arizona v. Valley National Bank*, 411 F. Supp. 308 (D. Ariz. 1976), aff'd, 604 F. 2d 32 (9th Cir. 1979).

④ *Securities Industry Association v. Board of Governors of Federal Reserve System*, 468U. S. 137 (1984).

⑤ *Securities Industry Association v. Board of Governors of Federal Reserve System*, 807F. 2d 1052 (D. C. Cir. 1986), cert. denied, 483 U. S. 1005 (1987).

⑥ *Marine Bank v. Weaver*, 455 U. S. 551 (1982).

银行越来越多地入侵证券行业引起了 SEC 的关注。SEC 在 1985 年通过了一项规则，要求银行在从事证券业务时向其进行注册。哥伦比亚特区上诉法院认为，该规则超出了 SEC 的权力范围，[1] 但是国会也对银行侵入证券行业的现象有所担忧。《1987 年竞争平等银行法案》对美联储批准银行进一步涉入证券业务设定了一年的延后期。但这只是短期放慢银行进入证券业的脚步，而且国会也已经在开始考虑废除《格拉斯—斯蒂格尔法案》。1988 年，参议院通过了一项法案等同于废除了《格拉斯—斯蒂格尔法案》，新法案允许银行创建可从事各类证券活动的子公司。然而，这项法案最终没有获得众议院的批准。国会未能颁布新的立法给银行监管机构带来了进一步的压力，银行监管机构继续拓宽对现行法规的解读并授权银行控股公司系统进入更加宽泛的证券业务。

银行进入其他行业

美联储开始允许银行控股公司出售保险。花旗银行是出售人寿保险的银行之一。《1982 年日耳曼法》禁止美联储将保险承保认定为“与银行业密切相关的活动”，这阻止了美联储允许银行控股公司从事或设立附属公司承保保险。尽管如此，1986 年货币监理署却规定，只要是通过人口 5 000 人以下城镇的银行或分行来销售，国民银行可以在美国任何地方出售保险。这一规定是根据人们原以为已经在 1918 年被废除的法条而制定的。而早在 1952 年的《美国法典汇编》中甚至已经忽略了这一部分法条，但最高法院后来认为这一法条仍然有效。[2] 还有一些州授权互助储蓄银行开展保险业务。南达科他允许本州的持牌银行开展全方位的保险业务。货币监理署批准了一家计划发行市政债券保险的国民银行子公司开展营业。货币监理署认为这种保单在功能上等同于备用信用证。这种信用证长期以来一直是银

---

① *American Bankers Association v. Securities and Exchange Commission*, 804 F.2d 739 (D.C. Cir. 1986).

② *United States National Bank of Oregon v. Independent Insurance Agents of America*, 508 U.S. 439 (1993).

行业务的关联业务。

银行还参与商品期货市场的活动。银行传统上在其农作物融资方案中使用商品期货市场交易。这些融资方案往往要求获得融资的大宗农商品以通过期货对冲价格风险为前提条件。银行业监管机构认为，期货交易活动与银行业务紧密关联，根据1956年《银行控股公司法案》银行是可以参与的。1982年，美联储批准摩根大通了成立一家接受CFTC监管的附属期货佣金公司的申请。该期货公司将开展涉及金银和外汇、美国政府证券、国内货币市场工具和欧洲美元存单的期货合约交易。大约在同一时间，联邦储备委员会授权银行家信托公司成立一个期货佣金商户（B. T. Markets Corp.），将为客户提供美国政府证券、货币市场利率以及外汇和金银的期货合约交易。1982年，货币监理署允许明尼阿波利斯银行的子公司担任商品交易顾问提供商品期货合约投资建议，并由CFTC注册和监管。

银行提供含有证券、商品期货和期权等要素的金融工具。指数关联存单就是这样的一种产品，其中包括大通曼哈顿银行发行的牛/熊存单。该存单的回报是根据标准普尔500股票市场指数的波动。新泽西州普林斯顿大学储蓄银行提供学费关联存单。存款人购买这种存单CD的回报是基于500所学院和大学的学费及食宿费用的涨幅。堪萨斯州富兰克林储贷协会发行的存单回报率为通货膨胀率加上三个百分点。富国银行提供黄金挂钩存单。这种存单允许客户在到期时选择固定利率或以黄金价格上涨为基础的收益率。然而，CFTC起诉富国银行，认为这些合约是非法的商品期权。富国银行接受了禁令不再继续发售这种存单。

1986年12月，货币监理署授权伊利诺伊大陆国民银行和芝加哥信托公司收购芝加哥第一期权，该公司伴随着CBOE和期货市场而长大。银行开始参与所谓的场外衍生工具或混合工具的营销。其中包括在伦敦以及其他期货市场上进行24小时不间断的黄金和白银交易。为利率设定上限或下限的利率合约是银行的另一项新产品。在批准大通曼哈顿银行与其客户之间进行“商品价格指数互换”时，货币监理署指出：

自从支撑美国的货币体系的《国民银行法》颁布以来，“银行业务”在

过去的 124 年里已经发生了巨大的变化，而今天已经没有人希望银行被囿于那些在当时看来属于“银行业”的业务中。因为技术进步和通信手段的加速变化，国民银行体系的适应性将越来越重要。[①]

货币监理署长办公室采纳法院作出的一项声明，“我们认为国民银行的权力必须被重新解释，允许古老的银行业开展新型业务。”

银行窃案

1987 年，美联储开始在每次联邦公开市场委员会议息会后立即公开会议结果。而以前，会议的信息需要被秘密保护。而且自此以后，美联储更多地依赖货币供应量 M2，将其作为其货币政策最重要的中间指标。那时，美联储系统中有 12 家区域银行以及 25 家分行。纽约银行于 1988 年在一次敌意收购中接管了欧文信托公司。这在银行业是一件不寻常的事件。还有其他异常事件出现，就是持续的行业违规现象。意大利米兰的安布罗西亚诺（Banco Ambrosiano）银行的总裁罗伯托·卡尔维（Roberto Calvi）1982 年被发现吊死在伦敦的黑衣修士大桥（Blackfriars Bridge）下面。后来发现他的银行资不抵债亏欠了约 13 亿美元。卡尔维曾是米歇尔迪多那 Michele Sidona 的助理，后者在 1974 年摧毁富兰克林国民银行后于意大利监狱中自杀。在安布罗西亚诺银行倒闭后不久，十国集团通过国际清算银行制定的《巴塞尔协议》进行了修订。这次修订要求母银行负责监督其控股公司。

杰克·布彻（Jake Butcher），田纳西州两届州长候选人以及诺克斯维尔市世界博览会的推动者，在美国联合银行及其控制的 20 多家其他银行倒闭后被判入狱七年。杰克·布彻被指控从这些银行挪用了 2 000 万美元，并向政客及其亲信提供了一些可疑贷款。卡特政府管理和预算办公室前主任伯特·兰斯（Bert Lance）和国会议员哈罗德·福特都曾受益于其慷慨大方。1982 年 12 月，纽约的一家武装运钞车在一起持枪劫案中被抢走了 1 100 万美元。一年以后，一群波多黎各革命分子从康涅狄格州哈特福德的一间富国银行的金库中

① 货币监理署办公室给 Margery Waxman 的信，Sidley & Austin，July 23，1987。

偷走了700万美元，被盗资金的一部分被汇给古巴的卡斯特罗政府。12人因此项抢劫案被定罪，但还有其他人没能查获。联邦调查局为逮捕他们给出了极高的赏金。克林顿总统在1999年曾掀起了一场争议，当时他赦免了因为这项抢劫案以及其他罪行而被监禁的那些波多黎各恐怖分子。政治对手声称克林顿给予赦免，是为了帮助他妻子竞选纽约州参议员。克林顿太太不得不公开否认她丈夫的行为与其竞选有关。

随着各项新技术在银行业的使用，银行盗窃将会变得更加复杂。1988年，阿曼德·穆尔（Armand Moore）和另外四人被指控从芝加哥第一国民银行窃取7 000万美元，该偷窃方案涉及将银行资金电汇到奥地利共谋者的账户中。在入狱后，穆尔还被指控在获得电子转账代码和密码后，企图通过前西雅图海鹰队的一名职业橄榄球运动员及另一名美联储雇员从底特律联邦储备银行窃取4亿美元。一家意大利银行的亚特兰大分行，Banco Nazionale Lavoro（BNL）银行，利用农业信贷向伊拉克贷款超过40亿美元。据说其中大约10亿美元用于通过傀儡公司为伊拉克采购军事技术。伊拉克使用从BNL分行获得的资金购买的武器后来在海湾战争中被用于对抗美国。这些贷款并没有按照美联储的要求进行报告。该分行经理克里斯托弗·德罗戈尔（Christopher Drogoul）也因在此事件中的作为而被起诉。

消费者信用

1988年，美国家庭平均消费额为7 400美元。信用交易中的消费者保护条款持续增加。《1987年加快资金可用性法案》旨在防止银行在资金清算之前持有客户存款以从在途资金中获取利息。本法规规定了清算和结算支票的具体时限。《1988年信用卡和收费卡公平披露法案》对此前的《诚实贷款法案》进行了修订，要求披露与申请和招揽信用客户有关的信息，包括费用卡。《1991年联邦存款保险公司改进法案（FDICIA）》包含有诚实储蓄条款，要求银行披露与存款账户利息支付及收费相关的条款和条件。

第 5 节 房托基金和资产抵押债务

住房按揭贷款支持的债务

吉利美的（住房按揭贷款）转手证券推动了资产支持债务的普及。这些证券起初增长很慢。房利美在 1981 年和 1982 年由于利率上升甚至出现了亏损，但随着利率下降，市场开始增长。到 1983 年，已经约有 20% 的住宅抵押贷款份额被打包后以按揭贷款支持证券的形式出售给投资者。1984 年，抵押贷款总额达到 1.6 万亿美元。《1984 年二级住房按揭贷款市场增强法案》进一步扩大了按揭贷款支持证券的销售。该法规豁免了这类证券的保证金要求，并且取代了那些限制存款机构和信托受托人购买按揭贷款支持证券的各州法律，从而推动了市场的增长。1985 年约有 3 680 亿美元的抵押贷款支持的政府证券出售。到 1990 年，这一数字已经上升到 1 万亿美元。所罗门兄弟是住房按揭贷款支持证券领域内领先的投资银行。该公司早在 1978 年就设立了一个抵押贷款证券部门。1983 年，所罗门兄弟公司管理了该类债券交易量约 50% 的份额。

资产支持债务扩展到私人部门抵押贷款交易。这些计划的发起人通常是银行，银行将其自身发放的住房按揭贷款打包后以住房按揭贷款担保债券的形式来出售。花旗银行创建了 Chatsworth Funding，来购买其自身的贷款，这些贷款被打包后出售给投资者。与吉利美的过手证券不同，这些私人部门的抵押贷款没有政府担保。为了补偿额外的信贷风险，私人抵押贷款池往往设定较高的抵押品比率，并得到私人部门的担保。银行及其他金融机构发放抵押贷款，再把贷款放在一个池子里打包，并将参与份额出售给投资者，然后用获得的资金去继续发放住房按揭贷款。在这个过程中，这些银行的行为更像是一些融资管道，而非过去那种传统的发放抵押贷款的金融机构。

在住房按揭贷款支持这一概念基础上进行修改，创造出了其他资产支持的证券。几乎任何资产或收入现金流都可以放在一个资产池中打包，并出售

给投资者。这种机制被用来“证券化”信用卡的还款现金流、特许经营费以及其他类型的收入现金流，比如汽车贷款和住房质押贷款。1984 年，纽约的一家房地产开发商奥林匹亚纽约证券化了纽约的三座写字楼，发售了接近 10 亿美元的资产支持债券。

抵押担保债券

为拓宽住房按揭贷款二级市场而设立的机构——房地美——最初出售的是 Freddie Mac MCs，也被市场人士称为“摩托车”。对该种产品，房地美为其本金和利息的偿还提供担保，并且保证其偿还现金流的时间安排，以此来避免提前偿付风险。然而，这只是将各种风险转移到了房地美身上。后来，房地美寻求了第一波士顿公司的建议，于 1983 年 6 月创建了抵押担保债券（the collateralized mortgate obligation，CMO），这是原始的吉利美过手证券的一种变体。在 CMO 中，像住房按揭贷款等资产被打包在一个资产池中，其偿还的抵押贷款再支付给不同份额级别或种类的投资者。这些 CMO 产品的基本特征是，某些层级的份额会在优先于其他层级从偿还的按揭贷款资金中得到本金偿付，直到这些优先份额得到足额本金偿付之后其他份额才能得到偿还。只有在第一级别的份额到期之后，其余级别的份额才能收到利息支付。关于这些按揭贷款偿还的资金根据何种规则支付给不同级别的份额，有数不清的变体。

当利率下降时过手证券开始遇到困难，CMO 随后变得流行起来。如果利率急剧下降，按揭贷款的持有人会进行再融资。结果是，吉利美的那种过手证券的本金偿付额会比原来预期的更大，从而导致更快被还清。由于本金被偿还后得到的资金只能再投资于低利率的资产，这导致资产池参与者仅能获得低于此前预期的回报率。因此，利率的下降会导致过手证券的价值急剧下降。这大大削弱了人们购买过手证券的动力。为了抵消对过手证券提前还款的忧虑，CMO 可以为某些级别份额推迟本金的还款时间，从而降低在利率下降环境中会出现的本金被提前偿还的担忧。不过，很多投资者忽视了在利率的上升时，这可能给 CMO 的持有人带来严重的不利影响。在这种情况下，提前偿还本金的行为将随着利率的上升而放缓。这意味着投资者在这笔低于市

场利率的投资中不得不停留更长的时间。由于较少的抵押贷款持有人愿意进行再融资，所以在这笔投资中等待的时间会随着利率的上升而增加。利率上升出现时同样也会导致 CMO 的价值急剧下降。

CMO 中的一些级别的份额结构相当复杂，很难确定持有人会在何时以及收到何种回报。确实，这些 CMO 和其他的按揭贷款支持证券都“复杂得令人难以看清。高盛的分析师不得不在两架 Cray 超级计算机上租用时间，模拟在不同的利率情景下按揭贷款证券的现金流。”[①] 结果是，这些不同级别的份额中有很多类型都难以估值，在利率上升时价格大幅下跌。误判市场的后果可能会非常严重。1987 年美林公司的交易员在 CMO 投资中赌错了方向，导致公司亏损 3.77 亿美元。1992 年，摩根公司在 CMO 交易中亏损 5 000 万美元。

房地产信托投资基金

20 世纪 80 年代中期，对冲基金开始复苏。两家大型对冲基金的经理分别是乔治·索罗斯（George Soros）和迈克尔·斯坦哈特（Michael Steinhardt）。对冲基金在国债投资中杠杆头寸很大。机构投资者利用多种证券工具进行投资和融资。美林货币市场公司提供大额存单，每份金额为 100 000 美元。如果投资者投资后要卖出存单，美林公司在这种工具上会提供做市服务。不幸的是，这个市场的定价机制有缺陷，联邦上诉法院认为这些金融工具必须向 SEC 注册。[②] 中期票据很受欢迎。它们可以提供各种期限和不同的定价条款，可以是浮动利率或固定利率，以美元或其他货币的出售。中期票据包括多等级票据、可交换中期票据、外币中期票据、可提前赎回中期票据、可提前卖回中期票据以及按揭贷款支持的中期票据。西班牙王国曾进行过 10 亿美元中期票据的发行。这些票据采取连续发售的方式，使用根据商业票据利率或伦敦银行同业拆借利率（Libor）等不同的利率指标计算的固定利率或浮动利率。

作为一项投资品种，房地产信托投资基金（REITs）重新得到投资者的青

---

① *Barrie A. Wigmore*, *Securities Markets in the 1980s: The New Regime*, 1979 - 1984, p. 251.

② *Gary Plastic Packaging Corporation v. Merrill Lynch*, *Pierce*, *Fenner & Smith Inc.*, 756F. 2d 230, 232 (2d Cir. 1985).

睐。最初，投资者可以选择两种形式的 REITs：权益型 REITs 和按揭贷款型 REITs。权益型 REITs 直接购买、管理和维护不动产产业。按揭贷款 REITs 则是采用持有以不动产做担保的贷款或其他债务的方式。REITs 的资产从 1968 年的 10 亿美元增长到 70 年代中期的 200 亿美元。从 1968 年至 1970 年，创造了多只新的按揭贷款型 REITs，这些基金使用借入的资金极大提高了投资杠杆。这些新型的 REITs 受到高利率环境的严重损害。到 1974 年底，按揭贷款型 REITs 的不良资产占比高达 73%，其价值大幅下跌。而权益型的 REITs 则继续受到欢迎。《1981 年经济复苏法案》允许业主将不动产贬值用作其他收入的税盾。

这导致了“房地产抢购狂潮”。[①] 新型的 REITs 开始出现。混合型房托基金进行不动产混合投资。一个限定期限的 REIT 或者 FREIT，会在特定日期终止，类似于一个单位投资信托。封闭式 REITs 只向投资者提供有限数量的投资单位。一个伞形 REIT，或者是 UPREIT，会同时投资几个不动产合伙公司。

1985 年底，福布斯杂志给出的亿万富豪名单包括沃尔玛的萨姆·沃尔顿、酒店大亨哈里·赫尔姆斯利和罗斯·佩罗，以及投资家沃伦．巴菲特。税盾受到许多富裕人士的追捧。主要靠在石油、天然气和房地产项目上声称遭受损失而获得的税盾从 1975 年的 76 亿元增加到 1982 年的 283 亿元。这些税盾可以延期纳税，并将普通收入转为资本收益。通过使用非追溯性贷款和其他方式，纳税人能够将其扣除额增加数倍。有时避税成为逃税。哈利·赫尔姆斯利（Harry Helmsley）的妻子利昂娜·赫尔姆斯利（Leona Helmsley）获得了“刻薄女王”的称号，并于 1989 年被判定犯有 33 项逃税罪名。赫尔姆斯利夫人经常在赫尔姆斯利酒店的宣传广告中出现，被描绘为一名美国精英人士，并引用她的话语：“只有小市民才需要缴纳税款”。她因在商业活动中极度吝啬，并对包括其雇员在内的周边人群充满仇恨，而获得这一头衔。她 80 岁的丈夫已经无法清醒地接受审讯。而在她被定罪时，赫尔姆斯利家族的财

① Ralph L. Block, *Investing in REITs: Real Estate Investment Trusts*, p. 126.

富估计为50亿美元。

促销员爱德华·马可维茨（Edward Markowitz）因为销售可用于大规模冲销抵税的有限合伙公司份额，而被起诉犯有税务欺诈行为。购买其份额的人被告知他们可以获得15倍于购买金额的税收抵扣额度。哨兵政府证券公司也是另一家类似的公司。另一名抵税合伙企业份额的卖主是查尔斯·阿特金斯。他购买了纽约的汉萨同盟公司，这是一家国债一级经销商。阿特金斯的业务由于税法的变化而被破坏。阿特金斯当时只有29岁。后来他被判犯有逃税和其他违法犯罪行为，被判处入狱两年。

《1986年税收改革法案》大大削弱了以有限合伙企业份额方式出售税盾的税收优势。这些企业无法继续放大其税收抵扣额度。房地产和油气投资受到这一变化的打击特别严重。许多这类投资的价值大幅下降，必须通过与其他有限合伙企业合并或进行“同业兼并”来完成重组。那些同业兼并的合伙企业出资人通常能从那些被兼并的合伙企业身上获得不菲的利润。SEC通过了规定，国会通过了《1993年同业兼并改革法案》，来防止这类交易中最严重的侵权行为。在信息未被充分披露或被欺诈性披露的情况下，大量的有限合伙企业已经被出售给公众。SEC后来起诉Prudential - Bache证券犯有欺诈行为，向公众出售了超过80亿美元的有限合伙企业份额。该公司同意向SEC支付3.3亿美元来设立赔偿基金与投资者的索赔达成和解，并接受4 100万美元的罚款。SEC起诉之后，那些曾与保诚公司达成和解的受影响投资者继续提出大量的私人诉讼。在这一事件中估计保诚公司的总赔偿金额为15亿美元。“这是有史以来华尔街上所有投资公司欺诈丑闻中成本最高的案件。”[1]

《1986年税务改革法案》还改变了对其余一些税盾的处理方式。房托基金在企业或实体层面并未进行征税，但该类基金要求将95%的净收入支付给股东。股东不得不就收入缴纳税款，除非该投资是通过税收优惠账户或在其他情况下进行的。此外，房托基金要求至少其资产的75%是持有房地产或房地产抵押资产。房地产按揭贷款投资管道（REMIC）是《1986年税法改革法

---

① Kurt Eichenwald, *Serpent on the Rock*, p. 432.

案》通过后开始引入的一种 CMO 形式，该产品可以为发行人和投资者提供税收优惠，取代了早期的 CMO 产品。20 世纪 80 年代末，房利美和房地美是 REMIC 产品最大的两家发行人。

证券业务

贝尔斯登在 1985 年成为一家公众持股的上市公司。一年后，摩根士丹利以 2.54 亿美元的价格向公众出售了其 20% 的股票份额。高盛是一家合伙企业，因此不能向公众出售股票。它开始在别处寻找资本。住友银行于 1986 年向高盛投资了 5 亿美元。在 1992 年和 1994 年，高盛集团从一家夏威夷的教育信托 Kamehameha Schools Bishop Estate 获得额外资金 5 亿美元。高盛公司还出现了其他一些变化。1986 年，该公司的合伙人中出现了第一位女性和第一位非洲裔美国人。以资本金规模计算，美林公司仍然是最大的券商，随后是所罗门兄弟、希尔森雷曼兄弟、添惠金融服务集团和信诚—贝奇证券。美林虽然资本雄厚，但资本投资回报率低。其前董事长唐·里根当时是白宫幕僚长，呼吁公司去合并更多的机构。相反，美林公司却宣布出售其房地产经纪部门及其他一些业务。1987 年，美林公司出售了其持有的香港证券券商新鸿基有限公司的 25% 股权，美林是在五年前购入的该笔股权。后来，美林还将其 1974 年收购的家庭人寿保险公司卖给了金融工业公司。

80 年代跨境证券交易大幅增加。外国发行人在美国筹集资金，而美国发行人则在国外募集资金。到 1975 年，外商投资者购买和出售的美国资产规模为 250 亿美元。而这一数字在 1987 年跳升为 4 800 亿美元。从 1982 年到 1989 年，美国投资者对外国股票的交易额从 150 亿美元增加到 2 200 亿美元。据估计，1989 年全球每天的交易量为 6 400 亿美元。

1985 年，美林成为东京证券交易所会员中的第一家美国券商。伦敦市场在贸易和工业部向议会提交报告后开始对外开放接受全球竞争，提交报告的部门的前身是曾负责管理美国殖民地的贸易委员会。该报告导致了伦敦金融市场的“大爆炸”，在 1986 年取消了伦敦金融市场的固定佣金制度。这些改革让伦敦的公司能够同时作为经纪人和交易商。但在伦敦和美国市场之间仍

存在显著差异。在英国，大多数公司通过向现有股东提供优先“购股权”来融资获得额外的资本金。这种方法甚至早在美国殖民地时期之前就已经被使用了，并被认为是可取的，因为这样可以保护现有股东对公司的独占权。相比之下，在进入 20 世纪以后，既有公司在美国发行新股时通常不会给予现有股东这种优先权。

不发达国家中的“新兴市场”正在成为投资和投机的目标。20 世纪 80 年代初，科威特发生了投机热潮，其中大部分是通过远期支票来融资的。到 1982 年，未清偿的远期支票规模超过 900 亿美元。护照局的一名雇员居然签发了总计 140 亿美元的远期支票。当投机者要求兑现支票时，泡沫破灭了。违约发生后投机泡沫崩溃。国际市场也带来了其他的风险。1981 年，法国的罗斯柴尔德银行被社会主义政府进行了国有化。该银行的所有者仅获得了 7 000万美元作为赔偿，罗斯柴尔德家族声称这一金额甚至低于银行建筑物的成本。英国中央银行也曾不得不出手拯救一家大型贸易公司庄信万丰（Johnson Matthey）。1985 年，伦敦的锡市场崩溃，参与者亏损了 10 亿美元。曾在 1980 年时帮助亨特兄弟逼空白银市场的纳吉 · 纳哈斯（Naji Nahas）撤回到巴西，他在 1989 年曾试图垄断市场价格，而几乎毁掉里约热内卢证券交易所。纳哈斯被判定犯有违法行为并被判在巴西入狱 24 年。他随后消失了。

美联储在 1984 年进行的一项研究质疑是否仍需要联邦机构来监管保证金交易。与保证金相关的一种舞弊现象仍然令人担忧，这种做法被称为“免费搭乘”，可以使用很少的钱甚至不投入资金就可以买入股票。如果股票价值上涨，投资者就可以获得利润。如果股票下跌，这些免费搭乘者就会违约，而经纪公司就会陷入亏损。曾有一项免费搭乘方案购入了 300 万美元据说是收购标的公司的股票。在 7 家不同券商使用了 27 个账户来进行这次骗局。

低价投机股（仙股）

20 世纪 80 年代，低价投机股股票销售增长很快。推销低价投机股是“电话工作室”欺诈销售的主要产品。一些低价投机股股票的发行人们通常称其为“空白支票”和“盲池”发行。进行这类发行的公司往往没有业务计划或

尚未开展业务，仅是简单地筹集资金来收购一些资质不明的资产或计划投资于一些未披露的机会。这样的发行计划让人们回想起当年的"南海泡沫"。到1990年，低价投机股股票发行量中约70%的是空白支票类。1987年至1990年，NASD大约对250起低价投机股股票经纪人案件采取了法律措施。有几个州创建了专门的队伍来就低价投机股股票欺诈提起诉讼。1988年10月，SEC成立了一个低价投机股股票工作小组，以加强对欺诈性的低价投机股股票经营者的执法。SEC通过了一条法规对低价投机股股票的销售提出了客户适用性标准。

在20世纪80年代，该国最大的低价投机股股票交易商布林德·罗宾逊（Blinder Robinson）开展了大规模的低价投机股股票欺诈业务。它通过盲池来出售证券。布林德·罗宾逊公司遭到SEC的长期调查，最终倒闭了。客户索赔共计1.8亿美元。该公司的领导人迈耶·布林德（Meyer Blinder）被送到监狱判刑三年有余。司法部协助SEC对其他一些大股票公司提起犯罪诉讼，包括对罗伯茨证券和王朝基金公司（Monarch Funding Corp）。SEC针对第一泽西证券（First Jersey Securities）及张扬的公司所有者罗伯特·布伦南（Robert Brennan）采取了法律行动。该公司是较大的低价投机股股票交易商之一，拥有35家办事处，1 200家经纪人和超过50万名客户。第一泽西证券承销了许多新股的发行，但其大部分收入是来自用自营账户交易的这些证券。第一泽西向客户出售其承销的证券，然后以稍高的价格进行回购。然后通过其他分支机构大幅提高价格后再将这些证券出售给新客户。该公司还会将股票发行分成两部分——通常发行股票和认股权证。它往往可以将股票和认股权证以从客户买入时价格的两倍卖出。1987年，第一泽西经过与SEC的一番殊死争斗后倒闭，但对其诉讼仍然持续达十年之久。

《1990年证券执法补救与低价投机股改革法案》加强了SEC的执法权力。SEC有权进行民事处罚，发布停止并终止命令，并寻求联邦法院授权来禁止个人担任申请违法活动的上市公司的高级职员或董事。SEC根据该法案制定了法规，要求公司需要就客户账户进行低价投机股交易申请特殊审批，并施加了参与客户的适当性要求。必须以SEC规定的格式，向客户提供含有关于

低价投机股股票投机性质警告的风险披露声明。还有其他的信息披露要求，并对空白支票类发行提出了限制。低价投机股股票规则不适用于一般的经纪公司，除非其低价投机股股票业务达到了一定的规模。低价投机股股票法规实际上对低价投机股的命名不太恰当，因为 SEC 将低价投机股股票定义为每股价格低于 5 美元，而且是由一家小公司发行，并且没有在交易所上交易或在纳斯达克市场没有活跃报价。在本条例实施后，低价投机股股票运营商的数量一度下降，但在 20 世纪末将会再度兴起。

第3章 金融业的衰退

第1节 1987年股票市场大崩盘

金融新浪潮

期权和期货合约形式的衍生工具在20世纪80年代的证券市场发挥了更大的作用。商品期货合约交易量由1972年的1 900万张增至1982年的1亿张以上。到1983年，金融期货交易量超过传统的农产品期货合约。证券期权交易也在增长，期权交易所的交易量在1987年则超过了3亿份合约。这些期权交易所，特别是芝加哥期权交易所（CBOE），与期货市场竞争激烈，两者都开始进行类似产品的交易，如利率工具、股指的期权和期货。机构交易量继续增长。1987年，个人在股票市场交易量中占比只有10%，较20世纪70年代的水平下降了三分之一。现代投资组合理论继续被投资者青睐。它假定股票价格取决于“有效市场”中的新信息，并且这一事实使得股票价格不可预测。据称，市场的价格与在华尔街上“随机游走”一样不可预测。这意味着投资者无论多么精明，都不能通过选股策略来跑赢整体市场。

对于市场崩盘的担忧

现代投资组合理论鼓励机构投资者将投资组合多样化以反映整体市场表

现，最具代表性的是宽基股票指数和标准普尔 500 指数。这是“被动式”投资。1986 年，以被动跟踪指数的方式投资的资金超过 1 000 亿美元。投资组合多元化增加了投资者对股指期货合约的兴趣。这类期货合约允许基金管理人按照大豆农民对冲其作物价格下跌的方式来对冲投资组合的价格下跌分风险。“投资组合保险”是指使用股指期货套期保值作为投资组合风险管理策略的一部分。投资组合保险跟随市场走势，而不是寻求预测市场走势。

“大类资产配置”在华尔街广受欢迎。投资组合经理在股票、债券和其他投资品种大类间进行资产配置。这种大类资产配置的类别配比的比例将根据由市场事件导致的市场变动来定期重新平衡调整。这些调整策略还可以借助于期货和期权，当基金经理在预期短期市场走势变化时，可以快速转换其组合的风险敞口。在这些衍生工具出现之前，佣金成本和其他考虑因素使得这种组合调整成本太高，非常难按照某种频率来进行这种转换。“动态对冲”是机构采用的另一种交易策略，该策略充分利用了交易金融期货和期权的灵活性。这种技术基于计算机程序来动态调整在股票、固定收益工具和其他投资中的配比。期货和期权合约用于促进或对冲变化并可据其预测市场走势。“程序”交易是股指期货和期权流行的另一种交易方法。这种交易涉及使用具有庞大数据库的计算机化交易程序来分析市场表现并预测未来的市场走势。这些程序在复杂性和针对不同的市场上有所不同，但是这些程序被设计为可以根据即将到来的市场变化，提示机构投资者应该买入或卖出期货合约。

期货和股市之间的“指数套利”交易变得流行起来。套利交易者在股票指数衍生工具和股票指数包括的股票篮子之间来回交易。指数套利者力图从指数期货、指数期权和构成指数的股票篮子之间的价格差异中获益。当出现价格差异时，套利者将购买该指数并出售一篮子股票（或反向操作）来获利。为了促成这种交易，纽约证券交易所（NYSE）开始提供一篮子证券交易，其中包括标准普尔指数中的所有 500 只股票，还可以安排订制股票篮子的交易。在纽约证券交易所交易的篮子没有在其传统的场内专家系统下执行。相反，竞争性的股票篮子做市商在交易大厅楼上的电脑终端上进行交易操作。

使用程序交易和指数套利引起了对“连锁放大场景”的担忧。大多数程

序交易者使用基于计算机的信号来指导他们的交易，这些程序享有共同的特征。当市场大幅下滑时，这些程序会同时发出卖出信号；而随着市场持续下滑时，这些程序建议卖出的数量会增加。这引起了人们对这种预言自我实现模式的担忧，在该模式下随着程序交易者发出越来越多的卖出单，市场将不断被继续压低。纽约证券交易所对程序化交易开展了一项研究，并得出结论认为，这种“融化”的可能性对市场是一个真正的威胁。[①] 程序化交易和指数套利也被认为会增加市场波动。股票期权、股指期货和股指期权的共同到期日在市场中有一个不好的名字“三重巫术时刻”，由于在该交易日各种交易员都急于回补其头寸，往往会出现价格快速急剧波动，以及交易量大幅放大。

市场的不稳定性提高了政府的担忧。商品期货交易委员会、SEC、联邦储备委员会和财政部开展的联合研究得出结论，指数套利交易导致价格变动，需要进行监管。政府的担忧最终得到缓解，通过间隔设定不同产品的到期时间，并要求某些特定交易在三重巫术交易日的开盘前下单，以及在收盘前三十分钟停止下单。对市场波动性的测算逐渐成为一门科学。资本资产定价模型正在成为分析股票价值的流行工具。它假设投资者对于有风险的投资需要更高的投资回报。该模型将风险分解为公司特有的阿尔法风险和衡量股票市场总体风险的贝塔风险。贝塔测量了特定公司股票跟随市场整体走势的波动性。贝塔值为 1.0 的股票与市场其余股票整体的波动性相同，而贝塔值为 1.2 的股票波动性较大，1.5 的股票甚至更为波动。

道琼斯指数在 1982 年 8 月至 1986 年 12 月，由 717 点上升至 1 896 点。1986 年 9 月 11 日及 12 日，市场经历了大幅的波动。1986 年 12 月里，道琼斯指数曾单日下跌 62 点，1987 年 1 月 23 日，市场的波幅更大。道琼斯指数在 1987 年 1 月首次触及 2000 点。有利的经济消息在推高市场。在沃尔克强有力的货币疗法之后，1986 年的通货膨胀率不到 2%。油价在 1986 年开始急剧下降，这些事件和股票市场的上涨都改善了美国经济的健康状况。1987 年，股

① Nicholas de Belleville Katzenbach, *An Overview of Program Trading and Its Impact onCurrent Market Practices*, p. 1.

票市场“在家庭财富中规模约为 3.2 万亿美元”。[①] 股市价格继续上涨，直至 1987 年 8 月，当时道琼斯指数达到 2 722 点。随后指数开始下跌，在两个月内下跌了 1 000 点。市场随后的反弹因证券市场历史上最令人难忘的事件之一——1987 年股市崩盘——而终结。该次崩盘事件中，道琼斯指数下跌近三分之一，导致股票市值损失超过 1 万亿美元。

市场崩盘

1987 年 10 月 14 日，“美国股市开始了历史上最惨烈下跌的一周”。[②] 当日，道琼斯工业平均指数下跌 95 点，成交量为 2 亿股。机构大量卖出股票，抛售的压力迫使市场下跌。第二天，10 月 15 日，随着市场持续下跌，卖出了近 1 亿美元的股票篮子。1987 年 10 月 16 日，道琼斯指数又下跌了 108 点。造成当日下降的主要原因是有 4 家机构出售了价值超过 6 亿美元的股票。期货市场的机构也卖出了价值2 000 亿美元的股指期货合约。1987 年 10 月 19 日星期一，道琼斯指数创下两项历史记录，在点数上和百分比上都是最大的单日跌幅，当日道琼斯指数下跌了 508.32 点，这超过了市值的 20%。“在这噩梦般的一天中，股票市场蒸发超过 5 000 亿美元。”[③] 这一天的跌幅几乎两倍于 1929 年危机时黑色星期四的跌幅，是“或许美国股票市场历史上最糟糕的一天”。[④] 当天交易量超过 6 亿股。

由于混乱的市场状况，在 1987 年 10 月 19 日纽约证券交易所有几只股票停止了交易。尽管如此，开盘后的前 30 分钟里交易股票的价值仍接近 20 亿美元。从 11:40 到下午 2:00，套保投资组合的人卖出了约 10 000 份期货合约，等值于 13 亿美元股票市值。在距离交易结束还有 75 分钟的时间，标准普尔指数已经下跌了近 300 点。1987 年 10 月 19 日，股票和期货套保交易者卖出证券的价值约为 37 亿美元。其中四个最大的卖家就卖出了 28.5 亿万美元。

---

① U. S. Presidential Task Force on Market Mechanisms, *Report of the Presidential TaskForce on Market Mechanisms*, p. 1.

② Ibid., p. 16.

③ Diana B. Henriques, *Fidelity's World*, p. 283.

④ *Report of the Presidential Task Force*, p. 1.

市场在 1987 年 10 月 19 日几乎崩溃，人们担心 1987 年的股市崩盘正成为 1929 年崩盘的重演。

芝加哥期权交易所不得不暂停交易，因为纽约证券交易所的专家已经停止交易在 CBOE 交易的期权所对应的 80% 的股票。芝加哥商品交易所在当日下午暂停交易一段时间，因为在标准普尔 500 指数的许多股票上纽约证券交易所的专家都已经失去作用。市场的下跌一直持续到下午，当几家大公司出面宣布认为自己的股票价格太低，它们将大量回购股票。美联储也宣布将向金融体系提供流动性，以确保市场继续发挥作用，这一消息进一步提振了市场。市场迫切需要流动资金，为补足交易保证金，机构需要在很短的时间内投入数十亿美元。通常情况下，芝加哥商品交易所每日补交保证金的付款规模约为 1 亿美元。1987 年 10 月 16 日，商品交易所提出的补交保证金规模达到 10 亿美元。在接下来的四天里又提出了补交 110 亿美元的要求。1987 年 10 月 19 日，清算公司对期货交易所提出了 36 亿美元的保证金补缴需求。此外还有期权清算公司（OCC）也要求补缴 20 亿美元保证金。

这些资金规模如此之大，而导致两大交易所的成员都出现了延迟付款现象。纽约证券交易所的清算资金也很晚才收到。OCC 需要紧急注入资金。交易所清算成员依赖于商业银行贷款来满足其日内保证金要求。银行在股市崩盘期间反而开始延迟提供信贷，因为它们需要确定清算成员借款人的财务状况。银行进一步开始关注清算所的稳定并开始对其限制贷款。此时，美联储开始介入，鼓励银行继续放贷，以确保流动性。在联储宣布提供流动性之前，由于期货和股票市场之间联系的断裂，金融市场即将“走向崩溃”。在 1987 年 10 月 19 日和 10 月 20 日，纽约证券交易所的日均交易量超过了 6 亿股，是平日日均成交量的三倍。美国股票结算公司在 1987 年的股市暴跌中处理了超过1 000亿美元的股票交易。

股灾余波

市场很快从 1987 年股市崩盘中恢复过来，但直到两年后市场才回到崩盘前的水平。市场崩盘带来了一些不利影响，包括期权交易量出现急剧下降。

而交易量的下降则迫使 CBOE 解雇了 100 多名员工。成千上万的经纪公司员工被解雇。E. F. 赫顿公司受到致命打击，不得不出售给希尔森雷曼兄弟公司。购买价格约为 10 亿美元。由于一名标普指数看空期权的客户的违约，嘉信公司公布其第四季度亏损 2 200 万美元。1986 年被伊利诺斯大陆国民银行和信托公司收购的一家清算公司芝加哥第一期权也被此次崩盘刺痛。为了挽救该子公司，伊利诺伊大陆银行为其提供了 1.3 亿美元的无抵押贷款，尽管这违反了该银行的融资限制。货币监理署曾明确警告该笔贷款将违反在收购第一期权时对伊利诺伊大陆银行的限制，但银行最终还是提供了贷款。由于崩溃，罗斯柴尔德公司几乎倒闭。还有几家公司也违反了 SEC 的净资本规定。哈斯证券公司倒闭，还有几家场外市场的公司因资本金不足而停业。幸运的是，它们是一些小公司，不会对整个系统构成威胁。尽管如此，证券投资者保护公司（SIPC）仍然增加了券商的评估标准，以将其储备金提高到 10 亿美元。

1987 年股市崩盘的原因并未确定，但人们大多怀疑是源于对商品贸易赤字的担忧。众议院方法委员会（the House Ways and Means Committee）提出的一项旨在消除与企业收购融资有关的税收优惠的提案，被认为进一步破坏了市场的稳定性。但这些事件，至少事后看起来似乎都不那么重要，并不至于造成这种突然的市场下跌。后来成立了一个总统委员会来研究这次崩盘事件，并提出立法措施来防范未来再次出现这种情况。该委员会由 Dillon Read 公司的领导人后来任财政部长的尼古拉斯·布雷迪（Nicholas Brady）领导。布雷迪委员会发现，由于股票指数合约的创立和普及，股票和期货市场已经联结在一起。它的结论认为，1987 年 10 月 20 日的事件在很大程度上是因为两个市场之间的联结突然中断所致。

SEC、CFTC 以及其他机构发表了不计其数的报告，用不同的理论来解释这一崩盘事件。一些关于市场崩盘的报道认为，1987 年 10 月的价格下跌由于程序交易和期货合约的杠杆作用而被放大。SEC 的研究发现，期货市场创造了另一个“合成”的股票市场，期货价格往往会引导股票价格的走势。SEC 认为，较不规范的期货市场鼓励交易从而导致股票市场的波动性日益增加。

期货市场已经成为许多积极交易型机构的首选市场。这一选择的影响力巨大。到1988年，金融机构投资者资产规模超过5万亿美元。SEC的工作人员发现，1988年约25%的机构交易涉及程序交易。CFTC关于1987年股市暴跌的报告指出，在这场危机期间，没有任何期货商家倒闭，尽管一家主要的结算公司在崩盘后确实曾停止为芝加哥商品交易所的交易商进行清算。尽管追加保证金的需求带来了大笔的资金流动，但期货市场的结算机制仍然保持有效运作。没有任何一家期货市场因保证金或收款问题而不得不关闭。有人也提出，1987年10月20日芝加哥期货交易所的某一指数期货合约中曾发生价格操纵。但CFTC没有确认曾出现这种违规行为。

布雷迪委员会

同时，布雷迪委员会聚焦于采取一些措施，以防止事故再次发生。芝加哥商品交易所（CME）为套期保值者、套利者以及投机者分别制订了可持有合约的上限。CME还要求套期保值者在日间交易的时候将卖单分开下单。这种“分组供给”的方式减轻了大额卖出指令过于集中而给市场带来的冲击。布雷迪委员会考虑了这些限制，但认为“熔断”机制才是遏制市场恐慌的更好方法。熔断机制设定交易价格的限制，可以在证券交易所和期货市场在价格波动超过规定幅度时有效地限制或停止交易。很多年来，这种价格限制一直在商品交易所使用。它们允许交易者有机会来满足追加保证金的资金需求。委员会认为，股票市场的熔断机制将为纽约证券交易所的交易者提供时间来吸收市场信息并避免恐慌。

布雷迪委员会也提出了其他建议。它得出结论，需要进行市场间的协调监管。布雷迪委员会担心在1987年股市崩盘时，监管机构之间的协调机制没有奏效，并建议让一个机构来负责监督包括保证金要求、熔断机制、清算和信用机制以及信息系统的市场间监管。布雷迪委员会认为，美联储应该得到全面监管的授权。但这一建议被重新出现的CFTC与SEC争夺管辖权的斗争掩盖下来。两家机构之间的争斗也包括了对崩盘事件原因的求证。SEC再次寻求对指数期货合约以及涉及证券的其他期货相关产品的监管授权。SEC认

为其自身对期货指数的控制不足，从而危及股市。然而，SEC 机构内部在这个问题上也存在分歧。SEC 和财政部希望美联储施加更加严格的保证金要求。但保证金要求由商品交易所控制，而不是美联储。但通过提高保证金比例来控制投机的做法将会改变期货保证金的传统角色，传统上保证金机制只是用来保护交易所的清算公司免受违约伤害。

1988 年 3 月，里根总统成立了一个金融市场工作组，由各家市场监管机构组成。像布雷迪委员会一样，工作组还是要求采用熔断机制来防范市场恐慌。工作组建议当道琼斯指数下跌达到一定幅度后则在一定时间内暂停市场交易。如果道琼斯指数在第一次熔断后重新开放交易时继续下跌，则会再次停盘。随后实施这种熔断机制。这些熔断机制在期货交易所和证券交易所的交易中基本上是协调一致的。总统工作组在保证金问题上存在分歧。最终的结果是一种无意义的妥协，将对各家交易所保证金比例的监管权赋予了美联储。美联储把这个权力转让给 CFTC，而 CFTC 却转而交给交易所来决定。总之，没有改变。

证券市场的问题

1987 年股市暴跌暴露了证券市场的脆弱。做市商无法应对极端的价格走势和高涨的交易量。专家体系和场外交易商在市场崩溃最严重的时刻未能提供流动性。随着市场下滑，一些投资者发现自己的交易指令被冻结了。设立的投诉热线电话收到了那些忧心如焚的投资者打入的 6 300 个电话。他们有理由抱怨。崩盘期间，投资者在市场上损失了 4.5 亿美元。布雷迪委员会发现，纽约证券交易所的专家没有采取适当的行动来阻止 1987 年 10 月的市场崩溃。专家是净卖家，而且在许多情况下直接导致市场的下滑。1988 年 6 月，提高了做市专业公司的资本金要求，以确保在市场崩溃期间能够正常执行交易。人们仍然不断质疑，这些增加的要求是否足以确保做市专家能够在危机时期履行稳定市场的义务。SEC 还得出结论，在 1987 年的股市崩盘时，场外市场表现并不令人满意。场外市场执行的交易数量也创下纪录，尽管做市专家们已经停止了许多股票的交易，但多数的纳斯达克还可以交易。然而，交易量

还是受到了限制，因为许多纳斯达克的做市商“或者挂断及有意忽视了打入的下单电话，或者只交易 100 股，而这仅仅是他们被要求接受的最低交易量。”①

纳斯达克自动化小额订单执行系统（SOES）在 1987 年股市崩盘期间被堵塞。因为“锁定”报价和“交叉”报价而导致其失效，即买入报价等于或高于卖出报价。为了解决这个问题，全国证券交易商协会（NASD）强制要求为交易量更大的全国市场系统的股票担任做市商的全部机构必须同样参与 SOES 系统。这样即使报价被锁定，系统中的订单也可以被执行。大多数的证券交易由国家证券清算公司进行清算。1990 年，该机构处理了美国所有股票交易的 95%。布雷迪委员会建议采用统一的交易清算系统，以集中在交易所交易的金融衍生工具的交易对手信用风险，这已经实现了一定程度的集中化。OCC 解决了在全国各家证券交易所交易的全部期权或在纳斯达克上进行报价的全部期权。交易了大部分金融期货的芝加哥期货交易所仍然继续使用单独的清算所，但已经开始努力整合这些交易的清算。

国会在 1990 年授权 SEC，促进证券、证券期权、期货合约和商品期权的市场间清算和结算。SEC 被指示与 CFTC 协调合作，并在此方面与美联储磋商。这鼓励了证券和期权市场之间的跨市场保证金计划。这种跨市场保证金允许将一个市场的仓位用来抵消其他市场上类似头寸的风险。跨市场保证金减少了持有互相抵押的头寸所需的资本金规模。CFTC 最初不愿意允许跨市场保证金，因为担心这样会导致发生大规模市场危机时危及整个清算系统。不过，SEC 赞成跨市场保证金。CFTC 和 SEC 最终都同意批准行业内的专业人士使用跨市场保证金。1988 年，SEC 和 CFTC 在 CBOE 交易的股票指数参与权（IPs）问题上爆发了另一场战争。股票指数参与权代表了对股票组合当前价值的一种权益。SEC 认定股票指数参与权是一种证券，但芝加哥第七巡回上诉法院裁定这些工具是受 CFTC 独家管辖的期货合约。在另一件案例上，第七巡回法院要求 SEC 重新考虑其决定，该决定允许某些出售美国政府证券期权

① U. S. Congress, Office of Technology Assessment, *Electronic Bulls and Bears: U. S. Securities Markets and Information Technology*, p. 60.

的公司无须注册成为全国性的证券交易所。期货交易所已经对SEC作出的这一决定提出反对意见，但SEC拒绝根据交易所的要求更改其规定。

更多的市场波动

1988年1月8日、1988年4月6日及14日，市场再次出现较大波动。1989年6月，发行了大量垃圾债券的综合资源公司对其10亿美元的商业票据违约。Southmark和Campeau Corp.的倒闭则引起市场进一步的忧虑。1989年10月，联合航空67.5亿美元的杠杆收购失败后，市场出现了一次“小型崩盘”。花旗集团和大通曼哈顿提供30亿美元的融资，并发出“高度自信”的信件以助其获得其余的资金。然而，在1989年10月，银行表示，它们无法组成银团来提供完成这起杠杆收购需要的约40亿美元的资金，而导致交易失败。这导致市场出现急剧下降。“1989年10月13日，美国的证券市场经历了巨大的价格波动，亏损了1 900亿美元，其中1 600亿美元是在交易日最后的90分钟里损失的。”[1] 道琼斯指数在1989年10月13日下跌了191点。在随后的星期一，10月16日，道琼斯指数又下跌了60点。市场随后出现反弹。这次价格的波动同时伴随巨大的成交量。在10月13日最后一小时的交易时间内，纽约证券交易所交易了超过1亿股股票。在下个星期一，纽约证券交易所的交易量超过了4亿股。与1987年股市崩盘时不同，机构交易者卖出的交易量并不那么明显。就期货交易在这次微型崩盘过程中的作用，SEC和CFTC的意见再次相左。SEC的人员认为，指数套利和程序交易“显著地加速并加剧了市场的下滑”。[2] SEC则指责期货市场上的投机者和专业交易者导致了这次市场的波动。

期货市场

20世纪80年代，16个交易所被授权作为合约市场在美国进行期货交易。

---

① Securities and Exchange Commission, Division of Market Regulation, *Trading Analysisof October 13 and 16, 1989*, p. ES-1.

② Ibid., p. ES-2.

它们包括芝加哥期货交易所，芝加哥商品交易所，纽约商品交易所，商品交易所，咖啡、糖和可可交易所，纽约棉花交易所，纽约期货交易所，中美洲商品交易所，堪萨斯市期货交易所，明尼阿波利斯粮食交易所，芝加哥大米与棉花交易所，美国证券交易所的商品交易所，费城期货交易所，太平洋期货交易所，太平洋商品交易所和美国商品交易所。1989 年期货合约交易量增加至 2.6 亿多张，远高于 1972 年的 1 800 万张。1990 年，超过六成的期货合约为金融期货。1990 年，芝加哥期货交易所和芝加哥商品交易所业务量中金融期货占到 3/4 以上。美国国债期货是交易量最大的期货合约。

1987 年 9 月，芝加哥商品交易所和路透社宣布建立一个名为 Globex 的电脑交易系统，或称为全球交易所。芝加哥期货交易所同时宣布将开发一项竞争产品——极光，但两家交易所最终同意共同开发 Globex 系统。Globex 于 1992 年开始交易，但结果证明这个系统不太成功。Globex 交易仅限于在芝加哥的两家交易所正常交易时段之后进行交易。施加这一限制是因为两家交易所的场内会员不希望 Globex 在正常时间内与他们进行竞争。芝加哥期货交易所于 1992 年退出 Globex。

市场操纵仍是期货市场里令人担忧的问题。在一起案件中，CFTC 指控个人试图操纵纽约期货交易所的 1986 年 9 月橙汁期货合约。该人在橙汁合约即将交割之前已经持有了大规模的多头头寸，此后没有大幅增加头寸。该交易者坚持实物交割橙汁，尽管这些交割得到的橙汁对其没有任何用处。这导致了一个问题，因为期货合约规定用于交割的橙汁是桶装的方式，但市场已经发生了变化，大多数交易的是散装的橙汁。但该交易者坚持要求交割桶装橙汁，以便他可以将其转交给交易所。这激怒了市场的参与者，CFTC 起诉这家投机商及其经纪公司操纵市场的罪名。但后来这一操纵市场的指控被法院驳回。

1988 年干旱的气候导致大豆库存下降，这导致市场形势变得紧张起来，大豆期货价格飙升。到 1989 年 7 月，芝加哥只有约 1 250 万蒲式耳的大豆可以交付。而当时，期货合约敞口余额可能需要交付超过 4 000 万蒲式耳的大豆。大部分的七月期货多头合约，以及大量可用于交付的大豆都被一名交易

员 Ferruzzi Finanziaria 持有。这引起了人们的担忧，如果 Ferruzzi 坚持实物交割，期货价格会受到挤压。芝加哥期货交易所宣布出现市场紧急情况，并命令 Ferruzzi 将其持有的超过 2 000 万蒲式耳的大豆期货合约平盘。这导致大豆期货价格下跌，而 Ferruzzi 和芝加哥期货交易所之间也发生了战争。报纸上有传闻说，芝加哥期货交易所的董事在交易所下令 Ferruzzi 进行清盘的时候已经持有空头头寸。CFTC 没有发现任何利益冲突，认为交易所的紧急行动是必要的。在这一诉讼后提出的许多私人诉讼最终以和解的方式结束。

Stotler&Co. 是芝加哥的一家大型商品期货公司，该公司于 1990 年倒闭。Stotler 的董事长同时也是芝加哥期货交易所的董事长。该期货佣金商在将数百万美元的资金转移到其母公司后变得无力偿债。该公司有关的一些商品池对多笔贷款违约。CFTC 和全国期货商协会此后增加了对期货公司的净资本要求。在另一个争议中，芝加哥期货交易所的一名会员汤普森・桑德斯（Thompson B. Sanders）在 1986 年曾安排两个人偷偷进入了该交易所的交易大厅。这两名游客假装是交易员，其中一人还戴着假发来掩饰自己的身份。他们进入交易大厅后还在国债期货柜台进行了交易，这是交易所最活跃的产品交易台之一。这两名阴谋者计划如果赚钱则保留他们所做的交易，如果亏钱则偷偷跑掉。他们在交易大厅的官员发觉其活动之前已经赚了 20 万美元。这是一段令人尴尬的插曲，但更糟的事情即将发生。

芝加哥设伏抓捕行动

芝加哥论坛报在 1989 年透露，联邦调查局正在芝加哥期货交易所和芝加哥商品交易所进行设伏抓捕计划。联邦调查局的卧底购买了交易所会员资格，并且作为交易员在交易大厅内交易。卧底租用了租金昂贵的公寓，并加入那些专属的健康俱乐部，以便与交易员建立社交关系。但在扮演这些角色的过程中，这些卧底探员在交易中损失了数千美元。这些探员还通过磁带录下了他们与那些从事非法交易活动的交易员的对话。随后有 48 名交易员被起诉。

芝加哥设伏抓捕行动被广泛宣传，但最终未能达到最初的预期去揭露 20 世纪最大的金融业丑闻。约有 1 500 宗交易涉及芝加哥设伏抓捕行动的起诉

书。然而，这些交易所涉及的金额相对较小，至少与在证券市场发现的内幕交易活动相比。政府在这一活动中的做法并不光彩，他们设计了一些受到质疑的笨拙的手段去强迫交易员指认牵连其他人以及承认对自己的有罪指控。政府在芝加哥设伏抓捕行动各项起诉案件的审判上成功率不高。对于芝加哥商品交易所的日元和瑞士法郎交易台的几名交易员的审判中还出现了悬置陪审团导致无效审判事情出现，有一些最终被宣判无罪。然而，最后大多数交易者或者被直接定罪或者承认了某些稍轻的罪名。

芝加哥设伏抓捕行动揭露的那些交易所大厅内的活动包括将客户订单的交易“边缘化”“领先交易”“匹配交易”和“快速交易”。这些术语描述了大厅内交易员和经纪人之间各种形式的串通舞弊行为。大厅内的会员在这些交易中获得了优势，从而可以更好地从客户订单中获利。许多舞弊的交易员涉及以比当前市场报价更加不利的价格执行客户订单，从而为提供该笔订单的交易员带来利润。这些非法交易创造了一大笔钱，可以用来弥补自身错误交易中的损失或者返回利润给那些参与到该笔交易的场内交易员。与芝加哥设伏抓捕行动揭露的这些不法行为相似的行动多年来一直在交易所里存在。早在 1933 年的一起案件诉讼中就曾经揭露了这种行为，但当时政府的结论是自己没有权力来起诉这些行为。

芝加哥设伏抓捕行动的一个关键目标是所谓的双重交易者——为自己的账户进行交易并为客户执行交易的场内会员。双重交易为欺诈提供了机会。芝加哥设伏抓捕行动提出的另一个问题是对经纪商协会的使用。这些协会是一些经纪人的小团体，他们将自身的资源、收入和费用汇集在一起来完成客户的交易单。令人担心的是，这种汇集安排将允许这些经纪人从事不当行为。在芝加哥设伏抓捕行动之后，《1992 年期货交易职业规范法案》被颁布。在众多事项之外，该法案还要求 CFTC 在交易所的审计跟踪不充分或者在不需要双重交易来提供流动性时，禁止双重交易。交易所需要增加对交易大厅的监控，并首次规定场内交易员需要向 CFTC 进行注册。场内的经纪人协会模式也开始受到更多的监管。各家交易所的委员会需要引入更多的公众代表。行业内注册的执业人员需要进行道德操守培训，并增加了惩罚机制，最高可以征

收高达50万美元的违规罚款。

在芝加哥设伏抓捕行动之后，芝加哥期货交易所尝试开发手持式电脑，让经纪人能够实时对其订单加盖时间戳。该设备旨在提供审计追踪能力，以满足CFTC关切的问题。这个计划后来撤销了。CBOE也在尝试开发一种市场做市商终端，一种可以记录场内交易员的交易数据以及可以审计追踪订单执行的手持电脑。但在这一时期，丑闻仍在继续。1990年7月26日，约2 000份卖空合约导致可可期货市场出现价格大跌。而这些指令显然是由某些隐藏了身份的舞弊者发出的。

1990年伊拉克入侵科威特以来，伊拉克部队的那些虚假传闻导致纽约商品交易所的原油价格上涨了10%。1991年，市场参与者声称，天气服务商的信息被泄露给商品期货交易商，以便让他们获利。罗德岛的一家贵金属经销商被用作为大约5亿美元的毒品资金洗钱。1992年，贸易商Anthony Catalfo和国际贸易学院的教师Darrell Zimmerman曾在三十分钟的时间里试图逼空国债期货市场。他们的交易员大量购买国债看空期权并出售国债期货。Catalfo被判犯有电信欺诈罪，但Zimmerman逃到了加拿大。在1993年还有另一件更糟糕的是案件，一名商品经纪人用弩射杀了一名对其不满的客户及其家人。

第2节 储贷协会危机与银行丑闻

当20世纪70年代利率大幅上升的时候，数十亿美元从储贷协会中取回。利率上限阻止了储蓄机构以市场价格竞争资金，储贷协会的净值从1980年的320亿美元下降到1982年的37亿美元。三分之一的储蓄机构资不抵债或面临严重的经济困难。1981年和1982年，联邦储蓄和贷款保险公司（FSLIC）为倒闭的储蓄机构向储户支付了120亿美元。储贷协会危机主要起源于储贷协会的大部分资产是30年固定利率的住房按揭贷款，其收益率低于9%。而按揭贷款是由短期存款来提供资金的，而随着利率从1978年的6.5%上升到1982年的11.4%，储贷协会出现负回报。为了解决这个危机，联邦住房贷款银行董事会（FHLBB）鼓励健康的储贷协会收购倒闭的储蓄机构。《1980年

存款性机构放松管制和货币控制法案》提供了竞争性放松（利率管制）的方案，这允许储贷协会支付更高的存款利息。为了确保存户的持续信任，FSLIC将其对储蓄账户的保额从40 000美元增加到100 000美元。

投资限制的放宽

1982年底利率下降暂时缓解了储贷协会的危机。《1982年存款性机构法案》（《圣日耳曼法案》）对管制的放松进一步帮助了储贷协会，允许储贷协会将其贷款中最高40%的比例投资于非住宅不动产，最高30%的比例投资于消费贷款，最高30%的比例投资于股权投资。国会认为这样一些投资渠道可以支付更高的收益率，从而恢复储蓄机构的盈利能力。《圣日耳曼法案》允许储蓄机构提供没有利率限制的货币市场存款账户。这减慢了脱媒的速度，开始吸引存款回流到储蓄机构。《圣日耳曼法案》鼓励银行和储蓄机构跨州合并，以增强储蓄机构的实力。存款经纪人也协助储贷协会争夺资金。存款中介从机构投资者处获得的大笔资金被拆分成小额资金来获得FSLIC的全额保险，然后这些资金被经纪人存放入支付最高利率的储蓄机构那里。但是，像商业银行的情况一样，经纪存款代表热钱，因为其随着利率的变化可以快速移动，这破坏了储蓄机构的存款基础。1980年以前，FHLBB将储贷协会吸收经纪存款限定在总存款额的5%以内，这一规则后来有所放宽。

储贷协会现在可以通过支付更高的利率来吸引更多的存款，但是它们需要扩大作为收益基础的投资范围，以抵消这些成本而增加收入。最初，储蓄机构被禁止向其办公室50英里半径范围外的物业提供按揭贷款，后来1960年将这一限制扩大到100英里。1970年，储蓄机构已经可以在全州范围内放贷。1983年，允许全国放贷。另一个问题是，储蓄机构资产负债表中的固定利率贷款收取的回报仍然低于储贷协会向吸收的存款支付的市场利率，这鼓励了储贷协会发放可变利率的贷款。储蓄机构发行的可调整利率按揭贷款数量在1984年急剧上升。房屋质押贷款，通常是可调整利率的贷款，也开始变得更受欢迎。房主可以将这种贷款的利息在税前进行扣除，即使贷款的目的是与房屋无关的消费或投资。

储蓄机构的业务仍然没有盈利。存款增加的同时也促进了储蓄负债规模的增长，从 1983 年至 1986 年增长了 60%，从 6 740 亿美元增加到 1.1 万亿美元。这继续迫使储贷协会拓宽渠道去寻求回报率更高的投资项目。这些储蓄机构者通过服务公司来拓宽投资渠道，从而得以介入各类的投资活动。单一储蓄机构的控股公司如果只控制一个储蓄协会，而且主要从事与住房有关的活动，则其活动范围可以不仅仅限制于（储贷业务）。1982 年 5 月，FHLBB 授权创建一家由 34 家储蓄机构和肯普集团间接拥有的控股公司。该公司创建了一家名为 Invest 的子公司，为客户提供证券经纪服务。这些业务是在储蓄机构内不同的办公室或小隔间开展的。在这些办公室工作的人员是 Invest 公司和办公室所在储蓄机构的联合雇员。同时，这些经纪人还必须向 SEC 注册。到 1985 年，有超过 100 家金融机构参与了 Invest 公司的计划。

灾难

虽然储蓄机构行业内有超过 3000 家机构，拥有约 1 万亿美元的资产①，但这确实一个衰退的行业。在放宽对其投资限制之后储蓄机构得出结论，恢复盈利能力的最佳方法是增加支付给被保险的存款资金的利率与运用这些资金进行投资获取的回报率之间的差额。这是通过将存款资金投资于提供更高回报率的高风险投资项目来实现的。国家监管机构通过放松对储蓄机构投资权力的限制来鼓励这种提高投资风险的做法。在这方面，两个最激进的州是加利福尼亚州和得克萨斯州。储贷协会掀起了一场投资狂欢。得克萨斯州的弗农储蓄银行在一年多的时间内将其资产从 8 200 万美元增加到 18 亿美元。得克萨斯州的帝国储蓄银行将其存款从 1982 年的 1 700 万美元增加到 1984 年的 3 亿美元。查尔斯·纳普的美国金融公司将其资产从 1980 年的 17 亿美元增加到 1982 年的 58 亿美元，然后在 1983 年进一步增加到 102 亿美元。比佛利山庄储贷协会将其资产从 1981 年的 6 亿美元增加到 1984 年的 28 亿美元。其中大部分的存款增长来自那些进行高收益高风险投资的经纪存款。储贷协会

① Jane W. D'Arista, The Evolution of U. S. Finance: Restructuring Institutions and Markets, p. 211.

将吸收的资金投资于购物中心、大型商场、度假村、商业建筑等项目。不幸的是，储蓄机构的贷款经理并没有这方面的投资经验，他们经常滥用客户的存款。不动产从一家储贷协会“快速流转”到另一家手中，物业的价格随着每次转手而不断增加。所谓储蓄机构的“沸腾年代”开始了，它们投资了一系列的投机性项目，包括石油和钻井业务以及发电的“风车农场”。储贷协会从它们自己的高管及关联方那里购买了大量的无价值资产，这些投资被称作“垃圾换现金”交易。

加利福尼亚州放宽了限制，允许储蓄机构将总资本额的25%以内投资于公司股票及其债务工具。储蓄机构在任何一家公司上的投资不得超过总资本额的10%。这为这些储蓄机构进行所谓的垃圾债券投资打开了大门。事实上，储贷协会成为垃圾债券最喜欢的倾销场所，其中许多都是从德雷克塞尔·伯纳姆·兰伯特（Drexel Burnham Lambert）和迈克尔·米尔肯（Michael Milken）那里购买的。储贷协会在某一时点曾拥有垃圾债券存量规模的7%。这些投资集中于几个大型的储贷协会。特别是加利福尼亚州比佛利山庄的哥伦比亚储蓄银行通过使用有保险的存款资金购买了大量的垃圾债券，来为恶意收购者提供融资。该银行在80年代末宣布亏损5.91亿美元。

储贷协会之间盈利能力的差距继续扩大。1984年，由于储蓄机构破产，FSLIC不得不向储户支付约25亿元。当时，FSLIC提供保险的储蓄机构中超过30%都有亏损。1985年，有超过700家储贷协会资不抵债。美国金融公司（FCA）在1984年及1985年出现了经营困难遇难。它是美国储蓄和贷款协会的控股公司，后者是美国最大的储蓄机构。FCA增长得非常迅速，但SEC质疑其财务报表的真实性，并要求在1984年重新确定其第二季度收益。该次重新发布的季度财报显示损失超过1亿美元。FCA公布的第三季度财报亏损超过5亿美元。随着这些困难的出现，机构投资者从该储贷协会收回了14亿美元资金。FCA向FHLBB寻求支持，并在几个月内获得了33亿美元的援助。

1985年5月9日，当巴尔的摩的Old Court储贷协会出现财务困难时，马里兰州的由本州提供存款保险的储蓄机构出现挤兑。Old Court储贷协会一直在做高风险的房地产开发贷款。储户在银行门口排成长队等着取回他们的存

款。马里兰州的梅里特商业储贷协会也发生了另一起挤兑，因为据称该机构与对回购违约的 Bevill，Bresler&Schulman 公司也存在交易因而面临损失。1985 年 5 月 14 日，马里兰州州长哈里·休斯（Harry Hughes）发布行政命令，限制每月从本州提供存款保险的储蓄账户提取的金额不得超过 1 000 美元。立法机关也召开了特别会议，要求马里兰州里由本州提供存款保险的大型储蓄机构也需要符合联邦存款保险的要求并获得联邦保险，从而使局势稳定下来。然而，从全行业范围来看仍然面临持续亏损。全国的储贷协会在 1987 年损失了约 70 亿美元。由于会计标准的变化使得储贷协会无法再继续掩盖其问题的严重性，导致危机加剧。

20 世纪 80 年代末房地产价值崩溃时，储贷协会积累的所有问题都暴露出来，数百家储贷协会倒闭。陷入困境的储蓄机构多数位于加州和西南地区，特别是得克萨斯州。这些倒闭是由许多不负责任的投资活动造成的。得克萨斯州的弗农储贷协会一直是对监管放松最严重的滥用者之一。它将从存款经纪人那里获得的资金投资于高风险房地产项目。起初，弗农的利润很高，但随后损失开始出现。其董事会和管理层的成员后来被起诉欺诈。该银行有像海滨别墅和个人旅行这类的游乐费用等大量存在问题的支出。弗农公司高管之一唐·迪克森（Don Dixon）由储贷协会为其支付了为期两周的法国烹饪之旅，他还购买了喷气机和其他奢侈品。弗农银行被政府接管后，96% 的贷款出现违约，纳税人为此支付了 13 亿美元。

加州的美国多元化储蓄银行持有超过 11 亿美元的由联邦提供保险的资产（编者按：此处应为负债，存款是银行的负债）。在这些资产中，8 亿美元被用于发放后来毫无价值的贷款。北美储贷协会在 1988 年倒闭。该机构的组织者曾将自己以 365 万美元的价格买入的物业以 4 000 万美元出售给储贷协会。加利福尼亚州的美国储贷协会由查尔斯·纳普（Charles Knapp）控制，1984 年时其投资组合中拥有 66 亿美元的按揭贷款支持证券。当利率上升时，持有的这些证券出现大幅亏损。加利福尼亚州的哥伦比亚储贷协会投资了 18 亿美元高风险的按揭贷款支持证券，该储贷协会大量的收入都是来自其 1982 年至 1984 年的交易性利润。大卫·保罗（David Paul）控制着迈阿密的 CenTrust 储

蓄银行。他从德雷克塞尔·伯纳姆公司购买了14亿美元的垃圾债券，并持有大量无历史业绩、难以获得信用评级的债券。他曾花费1 300万美元购买一幅油画，并购买了价值800万美元的游艇。堪萨斯州渥太华的富兰克林储蓄协会在1981年开始实施扩张计划。8年中，其存款从2亿美元增长到超过110亿美元。富兰克林大肆投资于按揭贷款支持证券、深度折扣证券、逆回购协议，并发放保证金贷款，投资于卖出期权以及本息分拆债券。它从全国范围内吸收中介存款并将资金再投资于垃圾债券。到了1989年，富兰克林已经不能再被视为一家标准的储贷协会，它更像是一家交易型证券公司。当该机构出现损失而最终倒闭后，联邦监管机构不得不向其委派临时接管人。

储贷协会的管理层在滥用职权方面花样百出。他们雇用妓女取悦客户，购买庞巴迪公司的豪华私人喷气机（Lear Jet）、奢侈豪宅以及昂贵的艺术品，而这些费用都是由储贷协会来支付。有一家储贷协会的高管花费了14.8万美元举行圣诞宴会并邀请了500名朋友。还有一名储贷协会的雇员装修房子的成本超过100万美元，而其年薪只有4.8万美元。总统的儿子尼尔·布什，被人们称为“行骗银行业中的典型范本”（Poster Boy of bunco banking），因为他与涉及大量可疑业务的科罗拉多州Silverado储贷协会之间存在的合作。当Silverado银行被关闭时，纳税人为其付出了10亿美元的代价。涉及储贷协会丑闻的另一个恶名昭著的人是查尔斯·基廷（Charles H. Keating Jr.）。他在迈克尔·米尔肯的垃圾债券的帮助下收购了加州埃尔文市的林肯储贷协会。基廷随后用储贷协会的钱去购买了更多的垃圾债券，他最终的购买规模达到8亿美元之多。基廷让林肯储贷协会投资了大量失败的不动产项目。尽管如此，基廷仍然从储贷协会为自己和家人攫取了3.4亿美元的报酬。林肯储贷协会的倒闭耗费纳税人资金超过30亿美元。被称为“基廷五人组”的几名参议员在此次丑闻中被捕，他们是：Alan Cranston、Dennis Deconcini、Don Riegle、John Glenn和John McCain。这些参议员从基廷那里得到130万美元的竞选赞助以及包括了假期旅行等在内的大量的免费服务和赠品。这些参议员通过干预监管机构（的调查）来保护基廷。参议员麦卡恩甚至因为这起丑闻的余波而不得不在2000年总统竞选中退出。还有两名国会议员，Jim Wright和Tony

Coelho，因帮助其他几家储贷协会逃避监管要求而受到批评。

对储贷协会放松监管后导致的灾难被称为是“美国银行业历史上最大的丑闻。”[①] FHLBB 最终估计对储贷协会那些被保险储户的损失赔偿将会花费政府 150 亿美元。但随着更多的储蓄机构倒闭，这一数字上升到 2 000 亿美元。后来对损失额的估计提高到 5 000 亿美元，再后来甚至提高到 1 万亿美元。储蓄机构的危机源于几个方面，包括存在缺陷的监管放松措施、管理层糟糕的表现、不充分的监管监督，以及欺诈行为。监管机构估计 40% 的储蓄机构是因为欺诈或内部舞弊而倒闭。因此被起诉犯罪的一些人包括：弗农的 Don Dixon 和埃尔文的“Fast Eddie” McBirney，后者是另一家储贷协会里滥用职权的管理层。在罪名被一家联邦地区法院撤销之前，查尔斯·基廷在监狱内待了将近 5 年的时间。他在 1998 年 1 月重新被上诉法庭投入监狱，但在 1998 年 2 月再次获得联邦地区法院推翻判决而出狱。上诉法庭此后便拒绝恢复对其罪行的指控，并推翻了政府已经从基廷处获得的 43 亿美元的判罚。到 1992 年，超过 1 000 名人员因为与储贷协会有关的活动而被起诉犯罪。他们中的大多数人最终被判有罪。

政府的反应

一项国会的调查得出结论认为，倒闭的储贷协会的审计官通常没有对这些机构的财务状况和内部控制问题进行充分的审计或报告。储蓄机构的大量倒闭给里根政府放松监管的政策招致更多的批评。20 世纪 80 年代所谓的“放松管制”改变了众多会计和监管规则，这使得储贷协会可以掩盖其损失以及参与投机狂欢。反对监管的人使得招聘银行审查员和监管储蓄机构的努力失去效果。政府处理危机早期阶段的策略是修改那些虚增储蓄机构 90 亿美元资本金的会计规则。原规则下资本金储备要求的减少使得储蓄机构在资本金没有增加的情况下获得了爆发式增长。同时放松管制让它们扩大到风险较大的投资领域。

---

① Robert Emmet Long, ed. , *Banking Scandals: The S&Ls and BCCI*, p. 9.

在储贷协会大规模破产之后，政府开始收紧资本要求。政府试图将这些更高的标准强加于那些原本依靠规则变更而获得更多认可资本的机构，但这只会使局势恶化。尽管存在这些缺点，但当其程度和范围被确认后，联邦政府最终积极地处理了储贷协会危机。FDIC 被指定来负责确认哪些储蓄机构无力偿债，以及是否应该得到保存或清算。有些储贷协会的关闭过程被认为是“令人兴奋和戏剧性的，类似于警察搜捕”。[①] 当一家机构被接管时，联邦官员通常会抓住机构里的所有人员，并同时派驻银行审查员到储贷协会的分支机构办公室。

在一起广为人知的行动中，储蓄机构监督办公室对纽约的一家大型律师事务所 Kaye，Scholer，Fierman，Hays & Handler 采取了现场执法。政府声称，该律师事务所在与林肯储贷协会有关的文件中作出了虚假和误导性陈述，该储贷协会由查尔斯·基廷经营。储蓄机构监督办公室要求 Kaye、Scholer 赔偿 2.75 亿美元，并在诉讼判决作出之前冻结了该律师事务所的资产，这最终迫使律师事务所同意支付 4 100 万美元的罚款。但该诉讼存在争议，因为律师通常不因其客户的行为而被视为有罪。政府还起诉了其他几家法律和会计师事务所，以追回储贷协会丑闻造成的损失。Jones，Day，Reaves & Pogue 事务所支付了 5 100 万美元，Paul Weiss，Rifkind，Wharton & Garrison 事务所支付了大约 4 000 万美元，以和解就它们向储蓄机构提供法律建议而提出的指控。会计师事务所仅在 1992 年就为储贷协会案件支付了 8 亿美元的律师费。安永会计师事务所支付了 4 亿美元的和解费用，安达信也支付了 7 900 万美元。

《1987 年公平竞争银行法案》授权使用 108 亿美元救助 FSLIC，但这个数额完全不够。1988 年，有超过 1 000 多家储贷协会关闭，1989 年还有 262 家关闭。国会于 1989 年通过了《金融机构改革恢复和执法法案》（FIRREA），以应对储贷协会危机。FSLIC 被储蓄协会保险基金取代。联邦家庭贷款银行委员会被取消，并由财政部的储蓄机构监督办公室取而代之。FDIC 负责监督重组后的银行保险基金和储蓄协会保险基金，进一步扩大了银行监管机构对储

---

① Jonathan R. Macey and Geoffrey P. Miller, *Banking Law and Regulation*, p. 617.

贷协会的监管权。对储贷协会的资本要求也有所增加，上调了存款保险费率。FIRREA 还降低了储贷协会的投资权限。该法案规定，70% 的储蓄机构资产必须投资于住房按揭贷款及其支持证券。还将垃圾债券从联邦发牌的储贷协会 10% 比例的商业贷款投资范围中剔除。储贷协会已经持有的垃圾债券必须在五年内出售。这种卖出的要求导致垃圾债券市场下滑。这样做也会使得其他金融机构减少对垃圾债券的投资，从而使垃圾债券价格进一步下滑。1989 年 10 月，对联合航空公司的收购计划失败后，垃圾债券市场崩溃。KKR 收购的吉姆沃尔特公司不久之后就破产了，同样破产的还有 Campeau 公司和 Integrated Resource 公司。德雷克塞尔·伯纳姆公司无法维持垃圾债券的二级市场，同时随着政府对其进行的审查，最终其信用状况被破坏并很快倒闭。

《金融机构改革恢复和执法法案》

《金融机构改革恢复和执法法案》（FIRREA）最初拨款 500 亿美元，用于关闭无力偿债的储蓄机构并偿还储户，还提供资金鼓励其他银行机构收购倒闭的储蓄机构，还就此类收购事项中不良资产造成的损失予以赔偿。FIRREA 成立了一家政府全资的资产重组托管公司（RTC），该公司被授权管理那些无法被挽救的倒闭储贷协会的清算任务。RTC 公司控制了近 700 家倒闭的机构。它很快成为美国最大的金融资产和不动产的管理人之一。RTC 通过一批律师、银行、保险公司和房地产经纪人出售那些倒闭储贷协会的资产。到 1990 年底，RTC 已经处置了 340 多家无偿债能力的储贷协会的资产，并从中获得了 1 100 多亿美元的回款。RTC 在 1992 年仍管理着超过 350 亿美元的资产。许多销售是通过富有想象力的金融技术进行的，例如证券化，其中大量的商业抵押贷款打包合并后出售给投资者。到 1993 年，约有 140 亿元的商业抵押贷款已由 RTC 证券化。RTC 公司的运作非常成功。美国纳税人为储贷协会危机支付的成本最终证明比原来估计的要少得多。1997 年时曾估算纳税人为救助储蓄机构支出的成本为 1 500 亿 ~ 1 750 亿美元，但另有估算数字甚至低于 910 亿美元，这些金额都远远低于最初的估计。

国会创建了融资公司（FICO），发行长期债券（FICO 债券）筹集资金用

于储蓄机构救助。这些债券的利息是通过联邦存款保险公司对储蓄协会评估后收取的保费来支付的。储蓄机构和银行为已发行的FICO债券每年支付近8亿美元的利息。后来，《1996年存款保险基金法案》对已保险的存款进行了一次性评估并增加了存款保险基金规模。在这一时期，机构倒闭和行业丑闻仍在继续发生。佛罗里达州迈阿密的CenTrust储蓄银行在1990年倒闭，政府为此支付的成本约为20亿美元。1991年，罗德岛Share and Deposit Indemnity公司破产后，在罗得岛引发了又一场储蓄机构的危机。该公司是为罗德岛的储贷协会提供存款保险的私人保险公司。储蓄机构仍在陆续倒闭。1991年，共有232家储蓄机构被破产清算。

在FIRREA被采用之后，使许多储蓄机构从共同所有权模式转变为股份制公司，以募集资本金达到FIRREA所要求的水平。后来有人认为，许多内部人士从这一转换中获利，损害了曾是储蓄机构共同拥有者的储户的利益。据说许多机构在转换时低估了这些储蓄机构的股权价值，而管理者则购买了过多的这些被低估的股票。鉴于这些批评意见，联邦监管机构加强了转换时的评估标准。但政府通过这些滞后的措施来封堵漏洞的努力遇到很多困难。1999年4月，联邦法院法官命令联邦政府支付给格伦代尔联邦银行9.089亿美元。该银行由罗纳德·佩雷尔曼所控制的金州银行集团拥有。这一判罚是在最高法院作出裁决之后，最高法院认为政府改变了会计准则并对储蓄协会追溯计算因而给储蓄机构造成了很大的损失，政府的做法是不恰当的。据估计，最高法院的裁决会导致解决银行业危机的总成本增加300亿美元。最高法院的裁决带来了具有讽刺意味的事，就该项裁决寻求赔偿的原告中有数人恰恰是由于滥用储贷协会资金的罪行而入狱的。金州银行集团并没有等待向政府收取罚款。它开始出售诉讼参与证书，该证书允许投资者获得这些诉讼中预期回报的一部分。另一家储贷协会正在发行的诉讼参与证书被称为或有付款权。

信贷与商业国际银行

商业银行的经营也遇到困难。早前收购吉拉德银行的梅隆银行在1987年

发生了历史首次亏损。在1985年至1990年的五年，美国有1 000多家银行倒闭。1991年至1992年，约200家银行倒闭。总的来说，1980年至1992年，共有4 500多家获得联邦保险的存款性机构倒闭。这些机构的资产超过了6 300亿美元。FDIC损失超过1 500亿美元。到1990年，联邦存款保险公司的保险基金无力偿债，并需要借款700亿美元以进行赔偿。《1991年FDIC改进法》为FDIC提供了额外的资金。它将财政部对其提供的信用额度从50亿美元增加到300亿美元，FDIC被要求对严重资金不足的存款性机构采取纠正措施。本法案要求实行以风险为基础的存款保险费率，并限制资本不充足的银行开展某些业务。

为拯救新英格兰银行花费了超过20亿美元，该行最终由舰队银行接管。拥有华盛顿特区国民银行的华盛顿银行集团倒闭了。波士顿首都银行于1990年12月清盘。新英格兰银行公司在1991年1月倒闭时是美国的第三大银行。该银行的倒闭是由于大量商业不动产贷款成为不良贷款。该银行在1989年亏损了11亿美元。这些损失在1990年进一步恶化，并导致对该银行的存款挤兑。三天里，储户提取超过10亿美元的资金。联邦监管机构不得不同意为储户提供超过100 000美元限额的保障，以缓解危机。

"1991年7月5日，英国、卢森堡、开曼群岛、美国等国家的银行监管机构控制了一家卢森堡发放牌照由阿布扎比拥有的设立在巴基斯坦的国际银行，名称为信贷与商业银行（BCCI）。"BCCI在70多个国家开展业务。它拥有400多个办事处，为130万客户提供服务，是世界第七大私人银行。实际上，BCCI不能被称为银行，更像是一个从事贿赂、欺诈，以及为政客及其朋友或其他和银行有关系的人员发放无法收回的贷款的巨型犯罪企业。有一本书的副标题将该公司称为世界上最腐败的金融帝国。①

BCCI在几个国家贿赂政府官员；它支持恐怖主义、武器贩运和非法销售核技术。甚至管理卖淫，协助逃税，走私，非法移民，非法购买银行和不动产。这家银行是一个为毒贩和腐败的政府官员洗钱的机构。它在欧洲、亚洲、

---

① Peter Truell and Larry Gurwin, *False Profits: The Inside Story of BCCI, The World's Most Corrupt Financial Empire.*

非洲和美洲都进行洗钱活动。巴拿马独裁者 Manuel Noriega 曾在佛罗里达州坦帕市使用 BCCI 的办事处洗钱。BCCI 被罚款 1 400 万美元，几名 BCCI 员工被送到监狱。商品期货和期权市场的巨大损失给 BCCI 带来了更多的问题。大约 95 亿美元的资金从 BCCI 丢失或被盗。因为该行非法购买美国银行控股公司、First American Bankshares 和一家加州银行的股票，而被美联储罚款 2 亿美元。后来降低了对其罚款金额，从而可以防止 BCCI 用双重判罚的理由逃避刑事指控。华盛顿著名律师和总统顾问克拉克・克利福德（Clark Clifford）因为涉及该行的众多活动而被提起犯罪指控。另一个被指控的目标是他的助手之一，罗伯特・阿尔特曼，他是曾在电视上扮演了《奇迹女人》的琳达・卡特的丈夫。克利福德和奥特曼支付了 500 万美元与美联储达成和解，但以后未经美联储同意不得参与银行业务。阿尔特曼于 1993 年被纽约州法院撤销了涉及 BCCI 事件的罪名。因为健康原因，克利福德无法在刑事案件中受审。BCCI 的清盘人于 1998 年宣布，储户可以从这家已经倒闭的银行就 1 美元存款收回 55 ~ 60 美分。它们从 BCCI 的东主国阿布扎比获得了 19 亿美元的援助。

国际监管

BCCI 的崩溃导致各国的监管机构收紧了对国际银行的监管。在过去一段时间里，在为国际银行实施更多的监管方面已经作出了一些努力。在国际清算银行主持下运作的巴塞尔银行监管委员会于 1976 年为国际银行制定了一项监管协议——《巴塞尔协定》（the Concordant）。该协定在 1983 年意大利银行安布罗西亚诺银行倒闭后进行了修改。由英国、卢森堡、西班牙和瑞士的银行监管人员组成的监管协会成立于 1988 年，来协调 BCCI 的监管。但《巴塞尔协定》仍然存在不足，后来对该协定再次进行修改以处理在 BCCI 的崩溃事件中暴露的问题。巴塞尔委员会要求由指定的监管机构负责从整合各分支机构的层面上对银行进行监管。1991 年通过的《外国银行监督增强法案》是对 BCCI 倒闭的另一回应。银行在美国设立分支机构、代理机构或开展商业贷款业务之前，必须获得美联储的许可。除非该机构已经在本国得到综合监督或监管，否则申请将不获批准。外国银行不得不同意向美联储提供信息，美联

储被授权检查外国银行的分行、代理机构和其他办事处。这项立法进一步要求外国银行向 10 万美元以下的存款提供联邦存款保险。

巴塞尔委员会正在寻求设定最低资本金要求以防范因开展国际银行业务而带来的信用风险。美国已经开始考虑提高银行资本标准的必要性。以前，银行的资本金是否充足，是由银行自己来决定的。然而，《1983 年国际贷款监管法》授权银行监管机构为美国银行制定风险资本要求。该法规鼓励管理国际银行的机构之间协调合作。政府对银行和其他机构施加的资本比率要求是合理的，因为这些机构是通过存款保险由纳税人支持的。联邦银行监管机构于 1986 年发布了关于美国银行风险资本要求的提议并征求公众意见。这是与英国中央银行合作完成的。1987 年，巴塞尔委员会发布了《巴塞尔协议》，该协议提出了一种基于风险的银行资本充足率体系。人们认为设定这样一个制度可以在国际银行监管中达成某种程度的一致性。巴塞尔委员会通过了使用风险加权方法评估银行资本充足率的指导方针。

1988 年，美联储开始采用基于风险资本准则的商业银行资本要求，综合考虑银行资产的风险状况，也囊括了资产负债表表外风险。这就要求银行根据自身投资组合中持有资产的风险程度来维持相应的流动资金。银行资本充足率的标准设定为 8%。其中一半的资产必须是“一级”资本，由权益和无限制的现金储备组成。《巴塞尔协议》中的资本标准的条款也得到了 12 个国家的中央银行的通过。这些新标准给美国银行带来了一些困难。花旗集团的资本不满足这些要求，它不得不再募集 10 亿美元资本金。日本银行受到特别严重的打击，但主要银行大多在 1995 年前就达到了这些标准。国际清算银行在 20 世纪晚些时候发现自己在制定全球统一的资本充足率标准方面感到沮丧。银行体系太复杂，各国的结构大不一样。

洗钱

BCCI 的崩溃增加了国际上打击洗钱的努力。1986 年《洗钱管制法》通过将这一行为定为刑事犯罪来防止这种行为。这一立法在 1992 年和 1994 年得到进一步加强。此前的《银行保密法》要求金融机构报告涉及货币和货币工

具的金额超过 10 000 美元的金融交易。《银行保密法》禁止银行发行或出售3 000美元或以上金额的银行支票、旅行支票、本票或汇票，除非寻求这些工具的个人提供适当的身份证明。1992 年，由于没有提交货币交易报告，财政部对马里兰州第一国民银行罚款近 100 万美元。此前，80 年代后期，曾有 40 多家金融机构因《银行保密法》报告违规行为被罚款。

“结构化”或“微小化”的做法被广泛用于规避《银行保密法》对现金交易超过 10 000 美元的报告要求，该类做法将现金交易拆分成少于 10 000 美元，以避免报告要求。《洗钱管制法》禁止这种行为，并将反洗钱控制范围扩大到不仅限于货币交易报告。国会禁止金融交易牵涉某些特定的犯罪活动的收入，如毒品利润、银行欺诈、出口和海关违规以及邮件和电话欺诈。银行被要求举报一切可疑的金融活动。为遏制跨国洗钱还制订了一系列的国际协定。

其他问题

国会于 1989 年开始管理经纪存款的使用情况。接受存款保险的存款性机构在资本不足的情况下不能再接受存款经纪人的资金。FIRREA 指示财政部对联邦存款保险和涉及银行业务的其他问题进行研究。研究报告于 1991 年 2 月完成提交。财政部得出结论认为，过度扩张的存款保险已经消除了市场对银行投资行为的纪律规范。财政部建议联邦存款保险限于保护小型不成熟的储户。建议保险费率以机构的风险资本水平和其他因素为依据。本报告还进一步寻求减少对同一人持有的多个账户的存款的保险覆盖额度，并消除对那些透过专业管理的养老基金来存款的存款人的保障。国会接受了其中的一些建议。它在 1991 年颁布立法，要求联邦存款保险公司建立以风险为基础的评估体系来确定保险费率。

财政部报告指出，过时的法律限制和分割的监管体系导致银行的竞争力较弱。这些体制缺陷削弱了美国的银行业。除了大量银行倒闭给社会公众带来成本之外，美国银行似乎正在失去其在世界上的竞争力。财政部报告指出，1971 年，世界前 25 强银行中有 8 家在美国。1991 年，美国已经没有一家进入

前列。财政部于 1991 年提交立法建议推动银行监管的合理化，但并未寻求统一银行监管机构。布什副总统领导的金融服务管理工作组几年前已经得出结论，将对所有银行的监管权力集中到单一监管机构是危险的。该工作组的报告指出，美国从未授权某单一政府机构监管所有银行。它建议未来也不要采取这种做法。无论如何，财政部关于银行业监管改革的建议未被重视。1993 年，克林顿政府提出设立一个联邦银行委员会，作为一个独立的机构来管理所有在联邦存款保险公司保险的存款性机构及其控股公司和关联公司。这个拟议的新机构将结合货币监理署、联邦储备委员会、联邦存款保险公司和储蓄机构监管办公室的职能。美联储将继续执行货币政策。而各州仍将是其特许银行的主要监管机构。但后来并没有根据这项建议采取任何行动。

第 3 节　股票市场和经纪商

政府财政

罗纳德·里根是一名为人们所欢迎的总统，他强硬的防御策略导致了共产主义国家苏联的崩塌。1982 年到 1990 年 7 月的美国经济增长则进一步提升了他受人们喜爱的程度。财政部部长唐·里根——前美林证券的董事长，牵头推动减税以及简化税制。较高的税率以及复杂的税收监管制度鼓励了地下经济的发展，人们使用现金交易或者易货交易进行避税的收入金额高达 5 000 亿美元。国会通过了《1986 年税收改革法案》作为回应，该法案简化了税制，通过大量限制个人抵扣以及大幅度削减税盾的适用范围。与此同时，税率等级从超过 12 阶简化为仅有 2 阶。最低税率设定为 15%，最高税率设定为 28%，较此前的最高税率 50% 大幅下降。还通过了其他几项财政改革方案。《1983 年社会保障修订法案》提高了社保税率，通过对高收入人群征税来获取资金进行社会转移支付。新的联邦雇员同样也需要交社保税，以及将退休年龄推迟到 67 岁。退休年龄的推迟将在一段较长的时期内逐渐完成。

另外，里根总统使用的“供给侧”经济学也创造了令人惊叹的预算赤字。

在里根任期内，政府支出持续增长。《1985年赤字缩减法案》寻求强制缩减赤字以图在1991年实现收支平衡。但是，由于对经济增长和政府收入的不现实假定，这一法案的目标未能实现。1990年，国会通过了《预算强制法案》，对防务支出和非经常性支出设定了上限。但是这些努力因为社会福利计划的成本超出了通过限制那些支出而节省的资金而受到削弱。当里根的继任者乔治·布什在1989年上任时，美国的债务已经高达2.7万亿美元。每年仅对这些债务支付的利息就达到2 000亿美元。

证券业

1989年，价值高达750亿美元的超过300宗杠杆收购交易被完成。垃圾债券市场规模已经增长到约2 000亿美元，其中30%的份额被保险公司持有。这些统计数据遮盖了这样一些事实，1977年至1978年发行的垃圾债券在1989年的违约率高达三分之一。1978年至1983年发行的垃圾债券违约率同样高达27%。曾参与到20世纪80年代购并狂潮的公司中几家杠杆率较高的，被证明其运作并不太成功。Beatrice Foods，或者说该公司剩余部分，陷入了财务困境。KKR公司的另一起交易，Hillsborough控股公司以24亿美金收购Jim Walter公司已经申请了chap11破产保护。后来该公司因石棉污染诉讼案而无法重整其垃圾债券债务，最终倒闭。在20世纪80年代末期其他出现问题的杠杆收购案例还包括Revco公司和Southland公司。罗伯特康波的商业帝国仍然深陷债务泥潭之中。他曾以34.7亿美元收购了Allied Stores。此外，他还支付了66亿美元购入了Federated Department Stores，其中还包括了Bloomingdales连锁。尽管进行了种种努力削减成本，但Federated商业连锁还是在1990年申请破产。这引发了垃圾债券市场的危机，这些债券的价格出现快速下跌。Allied Stores发行垃圾债券仅以面值的30%成交。第一波士顿因康波发行的垃圾债券而损失超过1亿美元。到1989年底，垃圾债券价格的崩塌已经非常普遍。47个发行人对其发行的垃圾债券违约，违约面值超过70亿美元。

米尔肯的问题以及垃圾债券市场的崩溃给德雷克塞尔·伯纳姆·兰伯特公司的最大利润中心带来了毁灭性的打击。该公司的信用评级被调降。当时

德雷克塞尔公司有 30 亿美元的未到期债务，其中有 7 亿美元是通过商业票据借入的。德雷克塞尔公司被迫将其商业票据借款缩减到 5. 75 亿美元，这导致了流动性危机。在某一时点，德雷克塞尔公司在两周内有 4 亿美元短期债务到期，在此后的一个月内还有额外的 3. 3 亿美元债务到期。在公司受到政府审查期间为了留住员工而不得不支付大量的奖金则进一步恶化了德雷克塞尔公司的现金短缺问题。德雷克塞尔公司发现无法应对这一危机。该公司最终在 1990 年 2 月申请破产，这一华尔街上力量最强大的公司之一宣告结束。在宣布破产之前，德雷克塞尔公司从其德雷克塞尔．伯纳姆券商子公司转移了 2 亿美元的资本金到母公司。转移这些资金是为了替换那些已经不存在的商业票据还款。这一将资金转移到不受监管的母公司的做法受到监管机构的质疑，认为其券商子公司的客户会因此受到损害。虽然德雷克塞尔公司客户的账户最终都未受损失地转移走，但德雷克塞尔·伯纳姆公司的有序清偿过程需要纽约联储、财政部、美联储、纽约证券交易所和 SEC 的联合努力。因为对德雷克塞尔公司转移资本金行为的担忧，国会通过了《1990 年市场改革法案》。该法案额外授权 SEC 负责监管券商子公司。

“1980 年到 1986 年，证券行业的整体收入增长了 3 倍，高达 500 亿美元。”① 随后收入稳定下来，并在 1989 年开始下降。在 1989 年的前 6 个月里，大约发行了 1 420 亿美元的证券，但其中只有 4% 是首次发行股票。随后证券业开始出现亏损。1990 年，证券业几家大公司的合计损失为 6. 78 亿美元。因此券商开始寻求压缩成本的方法。在 1987 年市场大崩盘之前，纽约的证券行业雇用了 26 万名员工。到 1990 年 11 月，其中大约有 5. 5 万名员工被裁，证券行业进入了一个三年的衰退周期。Shearson Lehman Hutton 控股公司是美国第二大的券商，裁掉了 800 名雇员并缩减了给经纪人的佣金。但公司仍持续处于困境，并最终导致公司主席 Peter Cochen 辞职。摩根士丹利宣布将其在纽约的 550 名银行家中裁减 50 名。第一波士顿也在裁员。经纪人的收入大幅下降。各家券商都面临产能严重过剩的问题。美林公司从 1987 年到 1989 年裁

① U. S. Congress, Office of Technology Assessment, *Electronic Bulls and Bears*, p. 31.

掉了5 500个职位，将雇员减少到4.05万名，其中1.26万人是经纪人。1990年1月，美林公司将其加拿大的零售经纪业务出售给多伦多的一家券商Wood，Gundy公司。1989年底，美林公司的第四季度财报损失3.62亿美元。这其中包括了一次性的重建支出4.78亿美元，美林希望通过重建让自己变得更有竞争力。

各类市场参与者

个人股票投资账户的数目从1975年的2 500万户增加到1990年的5 000万户，大约占到人口20%的比例。在1990年，平均账户资金为1.4万美元。但这一统计数字掩盖了个人客户正在迅速离开市场的事实。从1985年到1990年，个人直接拥有的股票数量下降超过三分之一。虽然在20世纪80年代末期投资者仍然拥有很大份额的股票资产，但其中很大一部分是通过银行管理的信托账户来持有的。在1989年，个人投资者日均卖出股票350万股，个人投资者交易量占比不足20%。与个人投资者离开市场伴生的是机构投资者股票持有量的增加。“仅在40年前，美国股票90%的份额是由个人持有的。但今天，所有股票中超过一半是被机构控制。”[①] 机构投资者的资产从1981年的2万亿美元增加到1988年的5万亿美元。仅养老金机构就持有了美国权益证券的27%。机构投资者已经“不断提高了对美国证券市场的控制力，无论是从总资产规模上还是交易量上（进行了纽约证券交易所55%的交易）。”[②] 机构作为一个参与方，参与了39%的场外交易。机构控制着私募发行的公司证券，在1990年时持有该类证券87%的比例。

这种市场参与者结构的变化给券商带来了问题。虽然一般来说机构交易量很大，但是它们能够协商谈判获取较低的佣金费率，低至仅为以前固定佣金制下很小的比例。从1970年到1989年，对机构投资者收取的佣金从平均26美分一股下降到不足5美分。这导致了券商收入中佣金占比从1972年约

① New York Stock Exchange and the Wharton School, *The Policy Implications of StockOwnership Patterns*, p. 1.

② U. S. Congress, Office of Technology Assessment, *Electronic Bulls and Bears*, p. 6, n. 8.

65% 下降到 1983 年的 40%，再进一步下降到 1989 年的 17% 左右。1972 年时，佣金收入占美林公司收入比例超过 50%，而到 1988 年下降到仅为 15%。个人客户的退出也降低了券商在场外交易市场中交易股票时的价差。机构在协商佣金费率之外，还可以谈判压低交易价差。虽然“软佣”制度被用于补偿券商的研究和其他服务，但从整体来看佣金收入持续下滑。随着佣金收入的下降，券商开始调整业务方向。增长的领域之一是自营交易。这是一项高风险的业务，依赖的是券商从它们以前仅作为售卖方的金融工具上交易获利的能力。从 1982 年到 1983 年，证券业的交易持仓增加了大约 20%，来自交易行为的收入也增长了类似的比例。1989 年，券商来自风险基础的收入提供了全行业收入的 60%。券商从交易中获取的收入从 1975 年的 13 亿增加到 1991 年的 220 亿美元。

机构投资者给交易所也带来了影响。1990 年纽约证券交易所平均每笔交易的股数超过 2 300 股。而纽约证券交易所交易量中大约 50% 的比例是 10 000 股或以上数量的大宗交易。1988 年的大宗交易中 20% 的比例是 25 万股以上的。到 1990 年，每天有超过 3 100 笔大宗交易，占据了超过交易股份数量的 45%。与 1961 年平均每天只有 9 笔大宗交易占交易量 3% 相比，出现了大幅增长。机构的基金经理也有其人性化的一面，两名人类学家对其文化的研究显示了这一点。他们发现这些基金经理有他们自己的语言，通常使用各种体育的隐喻措辞。人类学家发现最广泛的主题是“对于管理责任和责备的需求。”[①] 基金经理受到其所在公司历史的强烈影响，他们的很多业务都是建立在个人关系的基础之上。

全国机构间交割系统负责处理券商和机构投资者之间的交割。存托公司是该系统的核心处理者。大约有 6 500 家机构使用该交割系统。在 1987 年，大多数的证券交易都是通过存托公司的簿记系统来结算的。全国证券清算公司设定了最低标准来筛查掉高风险的信用交易。1989 年，纽约证券交易所挂牌的股票有少于 70% 的交易量是在交易所内进行的。纽约证券交易所的 390

① William M. O'Barr and John M. Conley, *Fortune and Folly: The Wealth and Power ofInstitutional Investing*, p. 228.

法规继续禁止交易所会员通过参与交易所挂牌股票的场外交易或将客户的交易指令内部执行以及直接作为挂牌股票的交易商等方式，来与交易所的专家系统进行竞争。但该条规则被大宗交易、国际交易或通过第三和第四市场的交易而绕开。该规则曾经进行了修订，将其适用范围仅限于1979年4月之前在纽约证券交易所挂牌的股票。还有一个漏洞允许会员公司甚至为1979年之前挂牌的股票在纽约证券交易所收市后在国际市场上提供做市服务。此外，会员还可以在任何时间交易在国内交易所和国外交易所多重挂牌的股票。

股票交易

从1969年到1990年，股票价值从3 000亿美元增加到5.5万亿美元。纽约证券交易所的日均成交量从1973年的1 600万股增加到1989年的1.62亿股。那时，在纽约证券交易所挂牌的股票超过1 700只，而美洲交易所挂牌的股票数目略超过这个数字的一半。五家区域性交易所（中西部交易所、太平洋交易所、费城交易所、波士顿交易所和辛辛那提交易所）则作为纽约证券交易所和美交所挂牌股票的替代市场。那些区域性交易所自身挂牌的股票寥寥无几。对于多重挂牌股票，当交易单规模小于2 099股时，则会通过连接了纽约证券交易所、美交所和五家区域性交易所的以及全国交易商协会的计算机辅助执行系统的市场间交易系统（Intermarket Trading System）来执行。这些小额交易单可以按照这几个不同市场里的最优报价来成交。与此前一样的是，市场间交易系统并不鼓励区域性交易所的专家系统通过竞价来给出最优价格。而是，这些区域性专家只需要匹配市场上的最优报价来执行交易单。

到1990年时，第三市场的交易量只占到纽约证券交易所挂牌股票全部成交量的3%。纽约证券交易所面对的更激烈竞争来自第四市场，比如Instinet电子证券交易系统，该系统在1987年被路透社收购。1990年时，Instinet系统每天成交1 300万股，大约是纽约证券交易所日均成交量的13%。路透社、Quotron、Telerate还有其他一些报价商向Instinet系统提供报价。这时还出现了好几家自营交易或机构间交易系统。全国交易商协会采用了一种“门户(Portal)”系统来方便机构投资者进行交易。Jefferies公司创建了一套机构投

资者投资组合交易系统（Portfolio System for Institutional Trading，POSIT），该系统允许交易员在计算机系统内进行组合交易。花旗集团和麦格劳希尔出版集团引入了一套叫作 GEMCO 的电子化商品交易系统，但未能成功。

这类系统存在一个问题，即是否是一种交易所从而需要向 SEC 注册并接受其监管。SEC 规定：交易所是集中进行交易并提供连续的报价和做市服务的场所。这一规定允许许多电子交易系统不需要向 SEC 注册即可开展运作。这些系统的存在也让人们担忧会发展导致大型机构客户、中型机构客户和零售小额客户之间分割的三层经纪体系。这类系统会导致不公平的市场，特别是对小额投资人来说。

辛辛那提股票交易所从 1990 年开始已经将交易完全自动化处理。2 099 股以内的交易单只需通过计算机来执行。但该交易所的交易量很少，于是移入芝加哥并蜕变成为 CBOE 旗下的一个计算机交易系统。但纽约证券交易所仍然坚持仅在收盘后或在远程交易中使用电子系统。它确实开展了一些电子系统的试点，但这些努力只是“滞后的、谨慎的而且非常有限。”① 不管怎么样，纽约证券交易所还是在 1990 年宣布将会改进自身系统，以便能够在“2008 年实现 24 小时连续交易。”② 作为第一步，纽约证券交易所在 1991 年开设了盘后交易时段。两个“交叉时段”使得交易可以持续到下午 5 点 15 分。纽约证券交易所的“超级 DOT”系统每天可以处理 12.8 万笔小额交易单。该系统的运作方式是在开盘之前将小额市场交易单与对手盘进行自动匹配。而在开盘之后，小额交易单是通过市场间交易系统来执行的，旨在确保按照在任意交易所可获得的最优报价来执行。稍大额的交易单继续由纽约证券交易所的场内经纪商来处理。场内经纪商再将大额交易单提交至做市专家处来执行。1976 年时，纳斯达克（Nasdaq）的交易量是纽约证券交易所交易量的 31%。而到 1990 年，Nasdaq 的交易量已经增长到纽约证券交易所交易量的 76%。在当时，Nasdaq 上大约有 5 000 只在场外市场交易活跃的股票。Nasdaq 的证券交易仍然通过电话来执行。活跃股票在成交后 90 秒钟内必须将

① U. S. Congress, Office of Technology Assessment, *Electronic Bulls and Bears*, p. 5. 18. Ibid., p. 12.

② Investment Company Institute, 1996 *Mutual Fund Fact Book*, pp. 20 – 21.

执行报告进行公开。交易不活跃的股票则只需要在当日日终时报告其交易情况。在 1989 年，平均每支在 Nasdaq 挂牌的股票都会被指定 10 家以上的做市商。对于交易活跃的股票等于或小于 1 000 股的交易单通过 SOES 系统自动执行。对于交易不活跃的股票或小于 500 股的交易单同样通过 SOES 系统执行。这些交易单将会被导向在下单时提供最优报价的做市商。否则，报价仅表示交易意向，大额交易单必须通过电话协商后执行。

纳斯达克股票市场

在 1987 年股票市场大崩盘之后，关于纳斯达克市场的做市商是否需要承担更大的责任来提供确定性报价的问题出现了大量争论。在危机时，许多纳斯达克的做市商都撤回报价、拒接电话或直接从市场中撤出。为了阻止这种做法，全国交易商协会增加了做市商的责任。要求交易商必须参与市场交易，将严惩不能给出合理解释的报价撤回行为。做市商不得再出现撤回报价的做法。在交易指令进入 SOES 系统之后尚未修改的报价，做市商需要按照该报价在交易量限额内执行该交易单。这导致了被称作“报价劫匪”的出现。在做市商对市场新闻作出反应或修改其报价之前，这些交易员将会通过在 SOES 系统中输入交易指令来“摘桃子”（Picking Off）的做法从 Nasdaq 的做市商报价中获利。这种做法的利润非常丰厚，以致有人还设立了 SOES 劫匪学院来教授交易员如何抢摘 Nasdaq 中的（滞后）报价。这当然导致做市商的愤恨不满。

对于纳斯达克的做市商在场外交易中对交易指令导流支付报酬的做法也存在担忧。即做市商向将为其引入客户交易指令的基金经理和经纪交易商支付报酬。SEC 于是开始调查这种做法是否合理。后来 SEC 要求券商将他们对交易指令导流支付报酬的行业惯例向其客户进行披露。券商还被要求披露这些被导流的交易单是否是以比市场上最优的买价或卖价更好的价格来执行的。后面的要求是鉴于券商往往可以通过协商获得比纳斯达克的做市商的报价更优的价格。在券商给做市商导入大量的交易量之后，往往可以获得这种“价格改善”。

纳斯达克的场外市场分作两层。第一层被叫作全国市场系统（NMS）。该

系统包括被最广泛持有而且交易活跃的股票。纳斯达克市场最初有2 800只股票有资格进入NMS系统。但纳斯达克中还有约1 700只股票的交易不活跃，不符合进入NMS系统的标准，这就是第二层，也被称作纳斯达克小盘股市场（Nasdaq SmallCap Market），由小型或中型公司发行的股票构成。此外还有4万只流动性很差的场外市场股票在纳斯达克市场上没有报价。在1990年之前，那些股票仍然在粉单市场有报价，该市场是在计算机被发明之前通过纸质单据来提供报价的一种商业服务。然而在1990年6月，全国交易商协会开办了一个电子公告牌系统，让交易商在其中对那些交易不太活跃的股票张贴报价或表明其交易意图。1990年时，全国交易商协会有超过6 000家会员，它们有接近3万处分支机构。而折扣佣金商的高峰似乎出现在1983年。在1990年时，这类折扣佣金商的家数下降到只有100家左右，即使他们的佣金费率只是大型券商的三分之一或二分之一。1987年时，美洲银行已经将Schwab买回给了嘉信公司。嘉信为这笔回购交易支付的金额还不到2亿美金。而6个月之后，嘉信公司进行了首次公开发行，获得4.25亿美元。嘉信随后开始积极的争夺小额投资人成为其客户。大型券商在与折扣佣金商的竞争中通过提供更多的服务来证明其收取高额佣金的合理性。券商纷纷增加了个性化财务咨询服务来吸引客户，特别是那些富裕人群。但也有担忧认为券商在提供这些投资建议时存在利益冲突，因为它们往往会试图向客户推荐佣金支付更高的产品，即使这些产品并不适合客户的需求。

被管理的资金

打包账户是全能型券商扩展其为客户提供的服务的另一种方式。这类账户就是由外部投资组合经理管理的开设在券商的一个普通证券账户。客户需要为该项服务付费以及为执行推荐的交易付费。打包账户的费用或者是固定费用，或者是以客户组合中被管理资产的一定比例来付费。有一些打包账户方案被批评认为提供的个性化投资建议太少。在这种情况下，这些资金可以按照共同基金的方式来处理，因此有可能需要向SEC注册为共同基金。SEC要求向打包账户方案的客户提供一个手册，里面详细描述管理方案以及收取

的费用。到1993年时，打包账户中管理了大约900亿美元的资金。与打包账户相关的还有“资产配置”计划，即券商向客户就如何在不同的共同基金中进行配置提供建议。这类计划寻求提供分散化资产配置，以及将客户的投资目标与各类不同的共同基金进行匹配。资产配置计划还因共同基金的普及程度、数量和复杂程度的提高而增长。

共同基金的数量从1980年的500只左右增长到1992年的3 500只。那些投资公司持有超过1.3万亿的资产，通常被组织为“复合体”的形式——与共同的投资顾问联系在一起的一大组共同基金，这样可以按照不同的投资策略在不同的基金之间进行转换。共同基金为投资者提供了一系列令人眩晕的投资选择标的。一名对固定收益证券感兴趣的投资者可以在如下基金之间进行选择，举例来说，包括货币市场基金（其中还可细分为市政债类、国债类或混合型）、市政债券基金（还可细分为短期或长期，高收益或低收益，或仅限投资于某些具体的州）、联邦政府债券基金（可细分为短期或长期，或者过手式按揭贷款抵押证券或抵押担保债券）、公司债基金（可细分为高收益债券、高等级债券或可转债）和全球债券基金。

股票投资者可选的共同基金类型更加广泛。他们可以投资于跟踪宽基指数的指数基金；细分行业基金（专注于公用事业、科技或生物医疗研发型公司等单一行业）；使用各种不同策略的期权基金；成长股投资基金；积极型成长股投资基金；与流行的投资策略反向交易的反向策略基金；国际和全球投资基金；持有一些欠发达国家证券的新兴市场基金；平衡策略基金（同时投资于股票和债券）；灵活型组合配置基金；以及贵金属/黄金基金。[①] 还可投资于单位投资信托资产。这类基金主要投资于市政债券，但也会投资于美国政府债券、按揭贷款支持证券、公司债、优先股甚至权益股票。秃鹫基金投资于倒闭的公司。高盛在1990年就创设了这样一只基金。该基金被命名为水街公司回收基金（Water Street Corporate Recovery Fund）。

① Investment Company Institute, 1996 *Mutual Fund Fact Book*, pp. 20 - 21.

市场问题

曾经的一支蓝筹股受到打击。1992 年 IBM 的股票市值跌掉了 530 亿美元。其中，在两个月里就跌去了 300 亿美元。IBM 解雇了大约 20 万名员工。日本股市在 1984 年到 1989 年大幅上涨。野村证券在 1987 年盈利近 40 亿美元。虽然日本股票价格随着美国 1987 年大崩盘而下跌，但日本市场迅速恢复并重回上涨。然而日本的投资者开始肆无忌惮的投机，进行各种不可靠的投资活动，比如投资于冷核聚变，或在美国和全球其他地方都进行了过度的大笔投资。从 1986 年开始，日本的不动产价格在四年内涨了一倍还多。1988 年，在日本教育部的一名官员收受 Recruit 公司的股票引发了 Recruit Cosmos 公司丑闻。该丑闻直接导致日本首相竹下登的辞职。日本的泡沫女王 Nui Onoue，用她的饭店（抵押）借入了 230 亿美元并投资于股市。该金额数倍于其物业的价值，而她通过伪造的存款证明作为其交易的抵押品。Onoue 后来被判入狱 12 年。这些丑闻还有其他的丑闻摧毁了投资者的信心，日本股市泡沫破灭。日本经济滑入衰退，而且直到 20 世纪末都没有衰退结束的迹象。许多日本公司借助于可转换为普通股的权证来融资，而换股价一般比发行时市价高 5%。当市场崩溃时，大约 1 400 亿美元的该类权证变得分文不值。

公司和市场运作的全球化推动全球经济的一体化，证券市场也经历着转变。美国存托证明（ADRs）被出售给那些希望投资非美国公司的美国投资者。全球存托证明（GDRs）被用来将证券出售给国际投资者，通常是欧洲的投资者，也包括美国的投资者。欧洲存托证明也是一种变体，被用于出售给欧洲的投资者。投资标的为国际证券的共同基金数目从 1985 年的 25 只增加到 1991 年的接近 150 只。在 20 世纪 80 年代中期，有接近 60 家交易所进行那些欠发达国家的新兴市场证券交易。那些交易所挂牌的股票有 1.7 万只，吸引了美国投资者的兴趣。在 20 世纪 90 年代，许多新兴市场的前景都令人兴奋，但是这些市场的特点是在涨跌周期中价格快速上涨后同样也会再度快速下跌。

国际交易量的增长引发了监管者新的担忧。1988 年 11 月，SEC 发布了一

项政策声明，描述了它认为对于证券交易有必要创设的一种国际监管架构。该架构中包括可有效提供报价、交易指令执行、结算、信息披露以及满足监管需求等功能的诸多系统。SEC 开始鼓励在一个接受多国司法管辖的信息披露系统内进行证券国际发行。加拿大是首个加入该系统的国家。SEC 采用了一套专门设计用于指导美国证券在国外进行额外发行的监管体系，而该体系与美国国内法律体系不尽一致。SEC 还通过了一项法规设计用于鼓励机构投资者参与国际发行。还创设了国际证监会组织（IOSCO）来处理国际发行的事项。该组织是由众多国家的证监会官员组成，其目标是成为与国际清算银行的银行业监管委员会（巴塞尔委员会）对应的证券业国际组织。监管者间的国际合作将会是一个困难的过程，特别是在 SEC 拒绝放弃对该组织的领导地位的情况下。

衍生品

美国的衍生品交易所继续发生着演变。1990 年 10 月，芝加哥期权交易所开始交易长期权益参与证券（LEAPS），这是一种长期期权。这类期权的到期日可以长达两年半。CBOE 还发展出了“灵活”（Flex）期权。灵活期权允许机构投资者订制其期权的条款以及延长期权期限（可长达 5 年）。灵活期权大大偏离了标准化的期权条款，带来交易所交易的期权崛起。还有一种新的变种是“封顶”（Capped）期权，当上限价格被触及时该期权会被自动执行。这类期权在到期日前的一段时间里同样可以行权。到 1993 年时，有超过1 000 只证券存在期权交易。期权在美国的五家交易所内进行交易，在全球则有 30 家交易所。CBOE 仍然保持着在权益类期权上的主导地位。1992 年，CBOE 开始交易细分行业指数期权，其中包括银行业指数、生物科技指数、保险业指数、交通运输指数，还有其他指数。CBOE 交易利率期权，以及标普 100 指数和标普 500 指数期权。费城股票交易所仍然是货币期权交易的中心，包括以非美元结算的期权。费城交易所的另一种产品是指数参与合约，该产品支付红利而且没有到期日。

1989 年时，美国有大约 2 万种金融期货合约在交易。那时，金融期货合

约在全部期货合约中占了绝大部分。与股票市场一样，期货交易所里同样是机构和富裕的个人交易者占据主导地位。1992 年，商业公司和职业投资者交易了 75% 的期货合约。程序交易继续存在，但是一些券商在 1987 年大崩盘和 1989 年市场大跌后曾暂时停止过该业务。在 1987 年大崩盘后宣布永远不再参与程序化交易的公司中就有 Shearson Lehman Hutton 公司。后来，在 1989 年 10 月市场大跌后，Shearson 公司将该项禁令拓展到适用于其客户的交易。尽管如此，在 1990 年时程序化交易仍占到纽约证券交易所交易量的 13% 比重。

美国的商品交易所逐渐被外国市场夺走份额。芝加哥的几家交易所受到竞争的伤害最为严重。在 1987 年时，芝加哥的交易所占到全球期货交易量的 50%。然而在 10 年内，该份额下降到 25%。芝加哥期货交易所曾在基础设施现代化方面有所努力以面对竞争。该交易所创设了 Ceres 交易有限合伙公司为其提供电子交易系统并提供数据服务。Ceres 公司控制着芝加哥期货交易所经纪系统，该系统是为美国财政部债券回购交易的电子化市场运作而设立。

监管架构

衍生品市场的增长以及不断整合的金融服务让监管者开始担忧是否需要调整目前的监管结构。SEC 和商品期货交易委员之间不断发生冲突妨碍了市场的发展。这两家机构在一些问题上持续持有截然相反的看法，像是否需要减弱市场的波动性、在形势紧张时是否需要采取监管措施来稳定市场等问题。美联储一直在质疑其是否应该承担设定保证金交易杠杆比率的任务，并且在持续努力希望撤销《格拉斯—斯蒂格尔法案》对银行开展证券业务的限制。在 1992 年由总统比尔·克林顿在阿肯色州的小石城主持召开了一次经济高峰会议之后，芝加哥商品交易所提议设立一种新的监管模式，将对全部金融服务的监管都整合到内阁层面的一个单一部门之下。该交易所要求创设一个组织，从而让金融产品“接受统一的监管……从而让经济竞争而非司法障碍或监管的差异来决定哪种产品或服务应该随当前可预见的或仍未感受到的发展

和挑战而生长。”[①] 但最终，该提议胎死腹中。

在企业层面最重要的法律发展是有几个州颁布了允许创设有限责任公司（LLC）的法律。有限责任公司是1892年的德国有限责任实体的后继者，后者在1892年前后起源，也被称为“GmbH”。LLC本质上仍是一种公司制的合伙企业。但与合伙企业不同的是，有限责任公司的结构为其所有者和管理层提供了有限责任（保护）。1977年，怀俄明州制订了《有限责任公司法》。之后是佛罗里达州，随后大多数的州也都跟随制定了这种法规。到20世纪90年代，有限责任公司的数目暴涨。这种实体成为许多小型初创企业选择的业务模式。这类实体的特性引发了关于其所有者权益是否属于证券因此是否应该受到联邦证券法律监管的问题。毫无疑问，SEC仍然认为这是属于证券的范畴。

第4节 衍生品危机

混合金融工具

在商品期货交易委员和SEC之间仍在争夺势力范围之时，一种新产品线出现了。这类产品被叫作混合金融工具或者后来被称为场外衍生品。这些新的衍生品同时含有证券、期货和期权的要素，但与其中任何一种工具的传统定义却都不完全吻合。虽然并不是一种全新的金融产品，其早在南北战争时期的厄兰格债券中就出现过，在20世纪80年代混合金融产品进入一段美妙的快速增长时期。第一款现代混合金融工具是1980年阳光矿业公司发行的一种债券。这些债券跟踪白银的价格，该类债券向投资者承诺在本金之外还支付固定利率的利息或者以一定数量的白银在价格上涨时产生的或有回报作为基础的收益。同时，阳光矿业债券支付的利息低于传统债券的市场利率。债券购买者愿意放弃高收益来获得该债券提供的白银或有收益机会。而这一投

① Chicago Mercantile Exchange, *Financial Regulation for the 21st Century*, p. 7.

机特性因为白银价格从 1979 年的 9 美元每盎司上涨到 1980 年超过 50 美元的事实而被增强，虽然白银后来出现崩盘。

阳光矿业债券不知何故躲避掉了 CFTC 的关注。相反，它向 SEC 注册，作为一只传统证券进行销售。然而，随着混合金融工具的数量不断增加，CFTC 开始考虑这些工具是否应受其监管。CFTC 的工作人员曾经在某一场合提出，那些赋予持有人获得 1 000 美元或市场上单位商品价格金额两者之间较高回报的“商品凭证”属于期货合约。这意味着这类工具仅可以在某一类似于 CBOT 这样的合约市场中进行交易。而从实际操作来看，交易所交易的要求意味着该类工具根本就无法开展销售。CFTC 未能成功挑战一类次级债务工具的发行，该类债务工具每年支付 10.5% 的利息以及额外的基于天然气价格上涨的回报。CFTC 后来认为标准石油公司销售的该类票据应该受其监管。那些票据在返还购买者本金之外还加上基于原油价格增长的溢价。CFTC 允许标准石油可以继续完成此次销售，但警告说从此以后将该类产品的发行置于自身监管体系之中。尽管如此，与商品价格挂钩的债券仍被持续发售。Magma 铜业公开发行了 2 亿美元与铜价挂钩的债券。该债券的利率开始被设定为 18%，但是每季度将根据铜价变动重设。1989 年，Presidio 石油公司发行了 1 亿美元其利率与天然气价格挂钩的债券。

互换

在很久之前，互换已经在政府间被用来进行货币交换，但在 20 世纪 80 年代开始被用于私营部门的交易。第一笔这类互换交易是 1981 年时在 IBM 和世界银行之间进行的。在其繁荣成长为一个几万亿美元的业务之前，CFTC 完全忽视掉了这类交易。互换交易之所以受到欢迎是因为它们可被用来对冲财务风险，而且从商业原因上来看也是有用的。例如货币互换，允许国际公司将其持有的国外某业务区域的货币转换为美元或一些在世界其他区域运作时需要使用的货币。1978 年，Beneficial 金融公司参与了一项期限为 10 年的 1 000万美元与英镑之间的互换安排。利率互换允许参与双方交换固定利率贷款支付的利息和浮动利率贷款支付的利息。互换的概念扩展到权益市场。“权

益互换是一类至少其中一端与某一股票指数挂钩的互换安排。”[①] 交易的另一端可以挂钩于浮动利率或固定利率或者另一个不同的股票指数。有利的税收优惠也增强了权益互换的普及程度。这类互换允许持有证券的机构将股票收益及升值互换出去，这实际上是卖出了股票，但该类交易不需要进行纳税申报。互换也被用来交换商品，比如石油和航空燃料。银行附属机构进行商品指数互换，以及进行债权与股权的互换。当墨西哥的一名总统候选人被刺杀后经济受到威胁时，美国政府设置了一笔互换业务来支持墨西哥比索，从而政府自身也参与到衍生品市场中来。

互换交易商（从母体）分裂出来以促进该业务的发展。它们往往是那些安排互换交易或将互换各方组织在一起的银行或投资银行的附属机构。这些交易商建立了统一的合同条款，并形成了国际互换交易商协会（ISDA）组织来厘清有关法律问题。花旗银行和其他一些银行大量参与到互换业务之中。还出现了更多的新工具。CFTC 允许直接销售利率上限互换、利率下限互换、利率封顶互换和利率上下限互换等产品，而不必受必须在交易所进行交易的限制。经纪商创设了“利率上限互换”来允许借款人保护自己免受利率上涨的损害，在该互换下在整个贷款周期内为可变利率贷款支付的利率存在上限。而根据“利率封顶互换”及其反向产品“利率下限互换”的条款，对于利率封顶互换来说，合同的卖出者同意向合同买入者支付可调整利率的上涨部分。该产品可以让合同买入者有效对冲可调整利率住房按揭贷款的利率上涨风险。利率上限互换的买入者必须向经纪人支付互换费。这些互换合约同时具有期权和期货的要素，而交易商通常通过使用常规交易所交易的期权和期货来对冲自身在合约中的风险敞口。尽管如此，CFTC 没有要求利率上限互换、利率下限互换和利率封顶互换必须在合约市场进行交易。CFTC 的工作人员发出了一封解释信声明，“利率上下限互换”不需要在合约市场进行交易。而这一产品是（用于对冲）利率波动风险的利率封顶互换和利率下限互换的结合。

---

① John F. Marshall and M. E. Ellis, *Investment Banking and Brokerage: The New Rules of the Game*, p. 240.

新金融工具

金融工程的业务持续发展。在撒切尔夫人任职首相时，英国发行的是挂钩于通胀指数的指数化金边国债（编者注：英国国债也被称为金边国债 Gilts or Gilt - edged Securities）。英国此前还使用“祖母”债券，同样是指数挂钩产品。20 世纪 80 年代还曾使用过备用承诺，这是基于美国政府证券的期权合约。备用承诺的购买者等于买入了一份卖出期权。学生贷款营销协会（萨利美）曾发行多币种本币利率挂钩证券（PERLS）。这些票据在每半年结束时付息，以面值作为计息基础。在票据到期时支付的本金是 1 000 美元加上约定金额的澳元可兑换的美元和约定金额的日元可兑换的美元之间的差额。西屋电气（Westinghouse）公司同样也发行过 PERLS 票据。其中发行的一期产品，到期时支付的本金是以美元相对新西兰元的汇率变动为基础来决定的。萨利美在 1988 年还曾发行反向 PERLS。偿付金额是以美元和日元之间汇率变动为基础的。当美元相对日元升值时，该凭证的持有人可以获得更多的本金。而在美元贬值时，则会收回略少的资金。福特汽车信用公司也曾经发行过 PERLS 产品。在 1987 年发行过 1 亿美元的该种产品。本金是以日元和美元之间汇率的变动为基础支付的。

福特汽车信用公司还提供过另外一种衍生工具——货币汇率权证。这些权证的持有者可以从福特汽车信用公司以约定金额的日元买入一定金额的美元。高盛发行了与外汇汇率挂钩的商业票据。抵押担保债券仍在继续出售。花旗集团资本市场公司在 1987 年 3 月发行了超过 1.5 亿美元的花期信托 I 期抵押担保债券。这些抵押担保债券被划分成几个等级。在 20 世纪 80 年代，零息债券开始受到市场欢迎。该类债券就是长期的折扣债券，因为在其发行周期内并不支付利息，因此会以深度折价发行。零息债券并不是新东西。在第二次世界大战时出售的曾受到广泛欢迎的 E 系列储蓄债券其实就是零息债券。随着 20 世纪 80 年代企业发行零息债券的增长，IRS 开始对其持有者按照折算价格推算的利息收入来计税，虽然实际并未收取任何利息支付。这种“初始折扣发行”的零息债券如果是市政债券或者由退休账户持有，则不需纳

税。这限制了这类金融产品在这些存在税收优势情况下的避税效果。

20 世纪 80 年代出现的一种新型金融产品是“未捆绑的股票单位。”这些产品其实就是拆分简单的普通股而形成的零件。美国运通公司曾发行过这类产品，将其 6 000 万股普通股转换为未捆绑的股票单位。每一个未捆绑的股票单位有三种证券组成：本金为 75 美元的基础收益债券（长期债券），一份增量红利优先股（IDP）和一份权益升值凭证（EAC）。普通股的价值被分离为债券、IDP 和 EAC。这些金融产品可以独立交易，但监管者阻止了对其的使用。

通用汽车公司在其市场份额被竞争者侵蚀后开始发生改变。通用在 1984 年以 25 亿美元收购电子数据系统公司（EDS），在次年以 53 亿美元收购休斯航空器公司，试图进行多元化发展。通用公司支付给 EDS 股东的对价是每股 44 美元现金，或者每股 32. 5 美元现金加上 7 年期的本票以及 1/5 股通用公司特殊 E 系列普通股。E 系列普通股的红利由 EDS 公司的盈利来支付。收购休斯航空器公司是通过给予其股东一半现金和一半 H 系列普通股来支付的。H 系列普通股的红利由休斯公司的盈利来支付。E 系列和 H 系列股票没有投票权，而且在公司破产清算时不能参与剩余财产分配。这种类型的证券被称为“定向”股票，因为其红利是定向于一个多元化公司中某一单独部门或某一业务部分的经营业绩之上。通用公司 H 系列普通股的持有者还获得了一份卖出期权。该持有者是霍华德休斯医疗中心，它希望能够保留其资本金。后来，通用汽车宣布将会向其股东发行 80 亿股定向于休斯单位的定向股。罗斯·佩罗是 E 系列股票安排的主要受益者。他被任命为通用公司董事会成员，很快他便开始质疑通用公司的政策。但通用公司没有听取他的批评建议，而是在 1986 年用 7 亿美元买断了佩罗的权益。后来，通用公司对电子数据系统子公司进行了拆分，向剩余 E 系列普通股的股东每股支付一股新企业的股票。

1986 年引入了反向浮动利率债券。这类证券有一个预设的本金金额，按照与某一浮动利率反向移动的收益率来获取收益。该产品往往存在杠杆，这意味着利率的小幅增加就会导致反相股东利率的大幅下降。而美国政府支持的机构房利美和地方政府通常会发行浮动利率债券。1987 年开始在 CMOs 中

引入反向票息剥离证券。该类证券不会从作为抵押的按揭贷款池中收取本金支付。而是，以某一特定的指数利率的走势反向计算得出应支付的利率。在利率上升时，反向浮动利率债券和反向票息剥离证券的价值都会快速下降。在 1986 年到 1994 年利率下降或者稳定时期，这类证券在市场上非常受欢迎。

美林公司在 1985 年引入了流动性收益选择权票据（LYONs）。LYON 是一种可转换的零息票据。投资人还同时获得了一份在未来某一个日期可执行的卖出期权，行权价等于 LYON 的初始发行价加上累计至行权日的应计利息。该类票据可以让持有人在减少下行风险的同时获得股票价格上涨带来的收益。美林在 1990 年成交了超过 50 亿美元规模的 LYON 票据。1992 年，LYON 在美国发行的全部可转债中占到 29% 的比重。美林后来还发行了一种与指数挂钩的 LYON 票据。该类票据的本金决定于纽约证券交易所综合指数的表现。美林卖掉了将近 110 亿美元的这类票据。美林在 1984 年还曾发行国债投资增长票据（TIGRs）。这类产品是一种零息债券，以未来的美国国债的利息和本金支付为基础。TIGR 产品的投资者可以买到两种产品：一种是国债支付的利息所对应的部分，称为息票或者利息；一种是国债偿还的本金对应的部分，称为本金。所罗门兄弟公司也发行了一款类似的竞争产品，叫作国债利息凭证（CATS）。这两类产品都允许客户灵活选择零息票据的到期时间，因为每隔六个月就有与长期国债的付息周期所对应的息票 TIGRs 或 CATS 发行。在观察到这类产品为市场所追捧之后，财政部发行了它们自己的零息票据，叫作 STRIPS。政府 STRIPS 其实是通过簿记的方式将财政部长期国债支付的本息切分为两部分，本金部分和利息部分。切分出的利息部分可以被单独出售。

美林公司还有一系列的其他产品，包括可交换的转售优先股。这类产品基本是一种浮动利率优先股。每股的分红每年会在固定的日期重置。在 1988 年，美林还销售了“Dollar BILS”。这是一种高等级债务，在到期日持有人可以得到等于债券面值基础上经过一项公司债券组合价值增减额调整之后的回报。还有另一类非常普遍的产品是中期票据。美林提供一种与货币汇率挂钩的中期票据。商业银行当时也销售以美元或其他货币的浮动利率或固定利率定价以及到期日不同的各类中期票据。那时发行的中期票据包括：多等级票

据、可交换中期票据、外汇中期票据、可提前赎回中期票据、可提前卖回中期票据和按揭贷款支持的中期票据。摩根士丹利当时也在销售“PLUS”票据，这是一种与比索汇率挂钩的票据。摩根士丹利还销售另一种“REAL”产品，该票据在约定的期限内支付约定的利率。此后的时间，利率则以通胀率为基础来进行计算得到。所罗门兄弟在设计新产品方面特别具有创造力。该公司宣称它们从1980年到1986年设计了众多的产品，在两倍行距格式下会排满18页。其中包括：为世界银行创设的持续发行的长期证券“COLTS”、用于销售汽车贷款的汽车应收款支持证券“CARS”“系列价格远期”合约（该产品设定为在合约到期时可以在一系列远期价格中择优执行）和标普500指数次级票据“SPINS”。SPINS的利率仅为2%，但本金支付是以标普500股票指数为基础的。这一产品让所罗门兄弟获利丰厚，因为指数成分股票的红利远超2%。所罗门兄弟仅需要购入成分股票，就可以获得股票分红率与2%之间的利差。

混合金融工具在农业领域也蓬勃发展。这类产品让农业生产者和用户在不必在持牌交易所内参与期货合约的情况下就可以对冲其价格风险。这些场外交易衍生产品的优势在于可以根据参与方的独特需求来定制。而期货合约都是标准化的，没有这种灵活性。甚至还存在美国种马及良种配种的场外期货市场。还有那些不太被关注的衍生产品，最简单的比如在伦敦的一名簿记商处对道琼斯指数直接下注。英国并不对该类衍生品赌注的获利征税。其他可以用来下注指数还包括城市指数（City Index）和富时100国际指数（FTSE International）[①]。

衍生品监管条例

CFTC最初往往会临时性决定某一衍生工具是否需要在合约市场中进行交易。而新产品的数量远远超出这一方式可以处理的能力，于是CFTC在1989年开始采用一种更加统一和科学的规则。CFTC的规则中包含了一项非常复杂

① 富时国际是由金融时报和伦敦股票交易所共同持有的。

的公式，该公式用于计算产品中期权和期货的元素是否超过了证券的特征要素。如果超过，则该产品将受到CFTC的监管。根据CFTC该项规则的定义，只有部分产品可以在交易所之外交易，其中包括某些特定的混合债务工具，包含期权要素的递延股票或存托工具，和收益基于商品价格变动或者利率变动的存放在由联邦进行保险机构内的一些其他存款。

纽约的联邦地区法院在1990年判定涉及北海布伦特原油市场的原油交易是期货合约，应受《商品交易所法案》的规条约束。这一判断意味着这些合约需要在由CFTC发牌的交易所内进行交易。人们担心法庭的这一判决会严重阻碍这一国际市场的运行，因为并不存在一个特定形式的市场来交易该类合约。许多原油交易商开始将其运作转换到离岸市场，国外的交易商也纷纷拒绝与美国机构进行交易。布伦特原油市场的交易量大幅下降。为了稳定局势，CFTC发布了一项法规解释，声明布伦特原油合约不必遵守《商品交易所法案》要求的必须在交易所内交易的条款。但这一声明的效果并不确定，因为根据《商品交易所法案》CFTC没有权限来豁免某一合约。在1991年，衍生品的监管还出现了更多的混乱，当时英国国会上议院裁定英国的地方政府并未被授权，其参与的大规模互换交易是无效的。[①]

《1992年期货交易业务法案》授权CFTC可以豁免部分产品不必遵守交易所交易的条款。该授权仅局限于对少量的机构交易者适用。CFTC根据该法案豁免大型机构的互换交易和布伦特市场交易可以不必遵守交易所交易条款。随着新型金融产品的持续扩展，监管的不确定性持续存在。OCC在1994年允许Blackfeet国民银行发行兼有保证收益率这一年金支付特征的存单产品——退休存单。这一产品是用于竞争保险公司的年金产品，同时受到FDIC的保险保护。其他银行也开始销售这类存单，但在监管端遇到困难，因为州政府希望将这类合约按照保险产品来监管。州政府希望阻止国民银行出售这类产品。这导致州政府和联邦银行监管机构之间的管辖权争端，最终阻挠了这类产品的使用。

---

① *Hazell v. Hammersmith & Fulham London Borough Council*, 1 All Eng. Rep. 545 (1991).

场外衍生品灾难

在20世纪90年代早期，场外衍生工具的销售增长非常迅速。正如一份报纸报道的，“仅仅只有三年，20世纪90年代已经开始被称为‘衍生品的黄金十年’”。[①] 总审计室在1994年的一份报告估计，1992财年底时未到期衍生品的名义金额至少为12.1万亿美元，此外还有5.5万亿美元的外汇衍生品合约。向机构投资者提供的金融衍生产品超过1 200种。其中包括死亡保单证券、价外权证、反向浮动利率债券、天堂地狱债券、互换期权、嵌入式期权、合成指数、合成股票、障碍期权（barrie options）、下跌失效期权（down - and - out options）、递延停启期权（Deferred stop and start options）、单边期权、回顾期权、爆炸式期权、幕府期权（Shoguns）、寿司期权（Sushis）、澳洲期权（Down - unders）和新西兰期权（Kiwis）。20世纪90年代还开发出了结构化投资工具，通过发行和购买不同收益率的债务来进行信用套利。债务发行人可以获得自身利率成本与购入债务所支付利率之间的差价。这些发行人中包括阿尔法金融公司、贝塔金融公司、爱斯科资本公司、西格玛金融公司、资本支持有限公司和Centura公司。[②]

这些衍生品业务为衍生品交易商提供了丰厚的利润。在这个市场发展的早期，衍生品交易商的利润损失比率高达2 000:1。1994年，美林财报中显示从场外衍生品交易中获利超过7亿美元。摩根士丹利的衍生品部门在2年的时间里为公司创造了超过10亿美元的利润。衍生品市场中的大型交易商还包括银行家信托、化学银行和花旗集团。它们的合计交易量超过6万亿美元。许多参与衍生品交易的公司将其隔离为独立的附属公司。为了获得评级机构的最高信用评级Aaa，衍生品交易商通过那些被构架为可以满足交易对手方信用风险要求的，实现破产风险隔离的附属机构来运作。这些附属机构包括：美林衍生品公司、高盛金融产品国际公司、L. P. 高盛和所罗门兄弟互换

---

① Tracy Corrigan, “Moving On to Centre Stage,” *Financial Times Survey*, *Derivatives*, p. 1.

② Frank Partnoy, “The Siskel and Ebert of Financial Markets? Two Thumbs Down for the Credit Rating Agencies,” pp. 619, 673.

公司。

衍生品交易商的客户包括了许多大公司。在某一时点，克莱斯勒金融公司的未到期利率和货币互换合约的价值超过20亿美元，此外其母公司还有10亿美元的未到期合约。固特异轮胎和橡胶公司在衍生品上的投资价值5亿美元。1993年，Procter&Gamble公司资产组合中有24.1亿美元的衍生品。加州公共雇员退休系统也在衍生品交易中投资了几亿美元。

这些新产品造成了风险。前美联储官员和巴塞尔银行监督委员会主席杰拉德·科里根于1992年1月在纽约州银行家协会的一次演讲中对衍生品交易的风险提出警告。联储委员会成员和CFTC前主席苏珊·菲利普斯，在国会上对场外衍生品的风险提出警告。她指出，银行们在衍生品市场中过于活跃，如果不能审慎管理这些风险将会导致巨大的损失。实际上，那些损失已经开始浮出水面。1986年发现，一个按揭贷款支持的投资资产池因放入池中的抵押资产价值被高估而被诈骗损失1亿美元。美洲银行陷入因这一出格的做法而带来的损失纠葛之中。当1994年市场崩溃时，Banca Cremi银行在抵押担保债券上损失了2亿美元。该银行对其经纪机构Alexander Brown&Sons公司提起诉讼，希望收回那些损失，但是未能成功。Askin资本管理公司在其花岗岩对冲基金的抵押担保债券交易中损失6亿美元，而该基金曾被认为是“市场中性”的。该基金的经理，大卫·阿斯金，曾经领导德雷克塞尔·伯纳姆公司的固定收益研究部门。阿斯金投资于那些特别的高风险抵押担保债券等级，在美联储将贴现率提高0.5个百分点之后遭遇了巨大的损失。由一家大型的谷物公司Cargill公司运作的对冲基金，在按揭贷款支持证券的交易中损失了大约1亿美元。Harris信托与储蓄银行在其低风险账户中因投资按揭贷款支持证券的交易也损失了5 000万美元。

1994年4月12日，Gibson Greetings公司宣布在其与银行家信托银行的一笔利率互换中损失2 000万美元。该公司此前曾与银行家信托银行进行了一笔利率互换。在该互换安排中，Gibson Greetings公司统一向银行间信托银行支付浮动利率——利率等于LIBOR利率的平方除以6%，而银行家信托银行同意支付5%的固定利率。该互换安排期限为5年，名义本金规模为3 000万美

元。如果利率下降，Gibson 公司将会受益，但如果利率上升，银行间信托将会大幅盈利而 Gibson 公司将会出现大幅损失。在最初的这笔交易中，Gibson 公司实际是盈利的。但在后续的交易中却不再能获利。后期的交易包括一笔基差互换，一笔利差锁定互换，一笔连接了两笔利差锁定互换的婚戒期权。Gibson Greetings 公司的问题触及了衍生品损失的冰山，后来许多的公司都爆出损失。Procter&Gamble 公司在与银行间信托的互换中出现了大笔损失。该公司投资的一笔衍生品交易是"双重货币固定到期日互换收益率曲线拉平交易。"① 因为在投机性的金融交易中损失了 15 亿美元，1994 年加州的橘郡地方政府宣布破产。它们曾投资于税收收入结构化票据、逆回购、反向浮动利率债券和其他一些奇异衍生品。这是历史上最大的地方政府破产案，"包含男性、女性和儿童的郡内人均"损失高达"接近 1 000 美元。"② 橘郡的交易是由其普选选出的财政局局长罗伯特·西特伦达成的。他与多家机构都进行了交易，但主要交易是与美林公司的一名债券交易员麦克·斯特门森进行的。西特伦通过杠杆将 76 亿美元的投资资金扩大为 206 亿美元的资产组合，他下注于利率将会继续下降。

其他一些地方政府甚至是一些教育机构也通过衍生品交易损失了大笔资金。其中包括：佛罗里达的 Escambia 郡和圣皮茨堡市，俄亥俄的 Sandusky 郡，得克萨斯的 Odessa Junior College 和美国浸信教协会。明尼苏达的 Maple Grove 损失了 140 万美元，马里兰的 Charles 郡损失超过 500 万美元。芝加哥城市学院购买了 1 亿美元的衍生品合约，损失了 4 500 万美元。圣地亚哥郡持有 7 亿美元的衍生品投资组合。美国最大的信用合作社之一因衍生品损失而倒闭。军队福利和修养基金同样承受了巨大损失。有些损失的规模令人震惊。一家德国公司 Metallgesellschaft AG 在 1994 年在原油衍生品交易中出现了 18.7 亿美元的损失。该公司并不清楚其交易员的对冲策略，以巨额损失结束了该头寸。

Piper Jaffray 公司的一只对冲基金在衍生产品交易中损失了大约 7 亿美元。

① Frank Partnoy, *F. I. A. S. C. O.: Blood in the Water on Wall Street*, p. 94.

② Ibid., p. 166.

美洲银行不得不对其销售的两只对冲基金损失的7 000万美元进行补偿。大型经纪公司潘恩·韦伯，也不得不对其资助的一只短期美国政府债券对冲基金进行补偿。该基金因衍生品交易损失2.68亿美元。潘恩·韦伯公司买入的衍生品种有一种债券被叫作“厨房水槽”。还有其他几只对冲基金的经理为了弥补其在衍生品上的损失而不得不对自己的基金投入更多资金。一只纽约市政债券基金被发现曾将其资产的40%投资于衍生品。一些被买入者视为安全资产的货币市场基金，也在衍生品上遭受损失。1994年12月，银行家社区美国政府货币市场基金按照1美元兑换94美分的价格对其投资组合进行了清盘。这是第一只“跌破面值”的货币市场基金——下跌导致其价格低于其参与者最初投资的价格。

日本的一家公司Kashima原油，因外汇交易损失15亿美元。Sandoz医药在衍生品交易上损失5 000万美元。最令人瞠目结舌的损失发生在巴林银行（Barings PLC）身上，该银行从其建立之初就与美国资本市场紧密联系在一起。1995年，巴林银行因其新加坡办公室的一名28岁的交易员的衍生品交易而损失了10亿美元，最终导致破产清算。该交易员尼古拉斯·里森，一直在交易日经225指数的期货和期权。他在日本大阪股票交易所和新加坡国际货币交易所（SIMEX）之间进行套利。里森将其交易损失隐藏在一个标记为88888的账户中。通过隐藏这些损失，他能够通过显示其他盈利的交易而提升自己的奖金。Kidder Peabody因其一名交易员Joseph Jett进行的零息债券交易而损失了3.5亿美元。而在此之前，Jett曾经为公司赚取了几百万美元的利润，并被公司评为1993年年度员工。但结果却是Kidder Peabody公司因其交易而实际产生了巨额亏损。Kidder Peabody公司并没有对Jett交易中进行的零息债券交易采用适当的记账方式。1998年7月在一项SEC行政法规案件审理中Jett被洗清了严重欺诈的罪名，但是发现他还犯有其他的违规行为。Jett被判行业禁入，罚款20万美元，并被要求缴回其获得的820万美元奖金。但他持续提起无罪上诉，并认为自己是针对非洲裔美国人的歧视做法的受害者。

还有其他公司的损失。摩根大通公司在1995年宣布因其在按揭贷款支持证券的交易中损失超过1.2亿美元，将关闭该项业务。梅西的商场部门在涉

及8 300万美元利息支付的一笔互换中违约。日本航空在货币交易中损失4.5亿美元。一家医药公司Glaxo控股，在衍生品交易中损失1.15亿美元，以及雷曼兄弟在超过1亿美元的外汇和互换交易中受到违约的困扰。在德雷克塞尔·伯纳姆·兰伯特公司倒闭时，它在与其一间附属公司的互换交易的平盘中遇到困难。在奥林匹亚和纽约以及新英格兰银行等机构出现财务困难时，与它们进行的互换和衍生品交易必须进行平盘。化学银行在交易墨西哥比索时在货币交易中损失了7 000万美元。Shoshone印第安人部落在衍生品交易中损失了150万美元。戴尔计算机公司损失了2 600万美元，该公司的衍生品交易组合名义金额为3.5亿美元。空气产品与化学品公司在衍生品交易中损失6 900万美元。亚特兰大Richfield公司的一支雇员基金在衍生品交易中损失超过2 000万美元。Mead公司损失1 200万美元。一家投资银行公司W. R. Lazard公司的创始人，在一项与纽约州工作发展局的衍生品交易有关的数百万美元的交易费用支付案件的调查启动后自杀了。

伤亡名单仍在不断追加。一家夏威夷保险公司因衍生品交易的巨额损失而倒闭。瑞银波士顿因在客户的私人投资组合中进行了未授权的衍生品交易而同意向这些客户支付4 000万美元赔偿。威斯康星州管理的一支投资基金在涉及墨西哥和欧洲利率的互换衍生品交易中损失了接近2亿美元。美国最大的信用合作社在1995年因衍生品交易导致巨额损失而被联邦监管机构接管。

并不仅是美国公司在衍生品交易中遭受损失。一家荷兰银行，ABN - Amro NV，因其交易员进行的衍生品交易损失7 000万美元。日本大和银行因其一名交易员的衍生品交易损失了10亿美元。Showa Shell Sekiyu KK的交易员在1994年和1995年的货币交易中损失10亿美元。智利的国有铜业公司Codelco公司的一名交易员，在伦敦金属交易所的交易中损失2亿美元。

对衍生品的更多担忧

在出现了这么多问题之后，衍生品成为弃儿，成为国会和监管机构无数调查和报告的主题。监管者表示，其担忧这些产品可能会给整个金融体系造成系统性风险。但监管者无法在采取哪些步骤以减轻或阻止这种风险的发生

这一问题上达成一致。虽然众议院银行业委员会少数派的职员就衍生品市场进行了广泛的研究，但其报告最终没能带来任何立法活动或者进一步的增强监管。由离开美联储之后的保罗·沃尔克领导的包括了各家金融机构主席的民间团体——30 人集团，深入研究了衍生产品后得出结论认为不需要进一步的监管。相反，该集团建议进行衍生品交易的机构应该恪守合理健全的风险管理惯例。还有另外一项担忧是对于衍生产品的会计账目处理问题。这类交易往往属于表外项目，仅仅会在进行这些产品交易的金融机构的财务报表脚注的一般事项中被提及。那些脚注披露的信息中对于公司在这些产品的风险敞口事项上仅提供很少的数据。会计行业采取了一些步骤来增加对衍生品活动的报告和信息披露。而 SEC 则进一步施加压力，要求披露更多的信息。

1993 年，因为其对衍生产品的担忧，巴塞尔委员会提议修改《1988 年资本协议》。委员会希望限定在何种情况下可以轧差计算对手方的信用风险。委员会还提议对银行交易账户和外汇交易中的债务和权益证券敞口计提风险资本，并进一步希望考虑因为资产和负债到期日不匹配带来的利率风险。美国的联邦监管机构开始修订认定金融合约单边轧差计算方式的资本计算标准。随着巴林银行的倒闭，16 个国家的监管机构，包括美国、英国，在英国的温莎举行会议后发布了《温莎宣言》。该宣言为强化对期货市场的监管安排设定了应该采取的措施。该强化监管的举措将会在 IOSCO 的主持下执行。

在衍生品交易中的损失这一问题上引发了争论，关于销售那些产品的经纪商和交易商是否应该为曾向它们的机构客户推荐了不合适的产品而负有责任。争论者认为，机构客户大多经验不足，不能合理对待这些衍生品交易。而传统上，适当性原则作为《证券法》中的概念主要是用于保护那些“鳏寡孤独”人群或者那些明显经验不足的投资者免受经纪人的诱惑，一般认为机构投资者并不需要这种保护。然而在机构遭受了雪崩式的损失之后，监管者似乎愿意采用这种极端的姿态来保护他们。NASD 要求券商对于那些依赖其推荐和建议的机构进行适当性评估。货币监理署办公室在 1994 年宣布，银行不能向其客户推荐“不适合”的衍生产品。监理署官员进一步指导其监管之下的银行为衍生品交易采用复杂的风险管理系统。SEC 职员也建议投资公司协

会，浮息债券债券不适合于货币市场基金，银行的监管者也向银行提出对那些产品的风险警告。

CFTC 在扩展对机构投资者的保护上采取了甚至更加极端的方法。在德雷克塞尔—伯纳姆—兰伯特公司诉 CFTC 一案中，CFTC 认为一家经纪商应该为其在公司客户——Sanson Refining 公司的账户中进行未授权交易负责。① 达成该笔交易的是该公司客户的一名犯有重罪和赌博上瘾的雇员以及一名被取消从业资格的律师。Sansom 公司宣称，虽然该雇员被授权为其账户进行交易，但并未授权其进行那些最终导致巨额损失的衍生品交易。CFTC 的决定得到联邦上诉法庭的支持。法庭认为德雷克塞尔·伯纳姆未能确定该名雇员是否被授权进行该笔交易，因此应该对此负责。还有其他一些对衍生品经验丰富的客户随后也提起诉讼，宣称他们曾受到误导或者那些卖给他们衍生产品的交易商违背了信托责任。

还有两起更加广为人知的法庭案例是因为衍生品崩盘而引发的，它们涉及 Gibson Greetings 公司和 Procter&Gamble 公司遭受的损失。Gibson Greetings 公司通过银行家信托进行了一笔“LIBOR 二次方”交易，并遭受了巨额损失。Procter&Gamble 公司由于跟银行间信托的互换交易而损失了超过 1.5 亿美元，该笔交易的支付金额取决于 5 年期美国国债的收益率和 30 年期国债的价格。该笔互换是基于德国和美国的利率之间的利差会比市场预测的收敛速度更慢的假定而进行的。在经受损失后，Gibson Greetings 公司和 Procter&Gamble 公司宣称这些衍生品交易并不适合它们，而银行家信托向他们这些巨型企业推荐这些交易违背了信托责任。这些指控看起来有些愚蠢，但是银行家信托被发现在与这两家公司之间的对话中存在不当作法，包括向客户报告了错误的衍生品头寸估值等，因此被强制与公司就诉讼事项达成和解。没有人会对其意图进行详细的描述，银行家信托负责 Procter&Gamble 公司账户的销售人员的法庭陈述记录中披露，他希望“诱惑人们平静下来，随后任意的操纵他们。”即使那时，联邦地区法庭也对 Procter&Gamble 公司的起诉持有某些怀

① *Drexel Burnham Lambert, Inc., v. Commodity Futures Trading Commission*, 850 F.2d 742 (D.C. Cir. 1988).

疑。不管怎样，银行家信托最终与不同的客户分别达成和解，这包括向 Gibson Greetings 公司支付 1 400 万美元，向 Procter&Gamble 公司支付 3 500 万美元，向空气产品与化学品公司支付 6 700 万美元。后来，美联储对银行家信托的一名交易员曾夸大 Procter&Gamble 公司头寸利润的指控被驳回了。

随后还有更多这样的案例。雷曼兄弟公司被指控曾在 1995 年允许一名中国交易员进行了 350 亿美元未授权的交易，并最终产生 1.28 亿美元的损失。一家低级法庭驳回了橘郡声称的罗伯特·西特伦进行的交易是如此危险因而并未被授权的起诉，而在此之前，橘郡已经与其经纪商们达成和解并获得 7.39 亿美元的赔偿。而在法庭作出驳回决定之前，美林公司已经同意支付 4.371 亿美元与橘郡和其他在此次风暴中受到损失的地方政府就起诉达成和解。橘郡还对标普的母公司麦格劳—希尔公司提起诉讼，起诉称标普在其提出历史上最大的地方政府破产案之前曾对其借款给出了地方政府中最高的信用评级。标普则坚称其评级建议受到《宪法第一修正案》的保护。橘郡还起诉了穆迪公司，但是该项诉讼以很小的赔偿金额达成和解。尽管存在众多的损失和法律诉讼，衍生品市场仍然持续发展。1998 年，衍生品市场的名义本金额估计为 70 万亿美元。而这一数字在 1999 年增长到 80 万亿美元。

第4章 美国金融业的反弹

第1节 市场和券商

对经济的担忧

在经历了20世纪80年代过度放款造成的亏损后，银行在1990年减少了其贷款数额。这导致了又一次信贷紧缩，1982年初开始的经济繁荣在1990年7月结束。美国的失业率在1990年12月上升到6.1%，但1992年初经济随着利率的急剧下降而开始复苏。联邦储备委员会将贴现率降到了3%，这是30年来的最低水平。但此次降息太晚，因而无法挽救布什总统在选举中免遭失败。他因美国战胜伊拉克而受到广泛赞誉和欢迎，但随着国家经济经历衰退，胜利的光芒迅速褪去。虽然随后的经济衰退持续时间并不长，但裁员却是地方性的。许多被解雇的是以前不受裁员影响的白领雇员。尽管乔治·布什的父亲普雷斯科特·布什（Prescott Bush）曾是知名的金融家，但财政的动荡却注定了儿子连任的失败。其中一件破坏性的事件是在1990年曾因为预算案的争执而导致联邦政府的停摆。罗纳德·里根把国家债务增加了三倍，而布什曾在演讲中向人们“严肃”承诺绝不通过增税的方式来处理赤字问题，将自己陷入困境。但最后他仍违背了不增税的誓言，并不得不面对第三方候选人

亿万富翁罗斯·佩罗特的竞争，以及经济衰退，布什最终在总统竞选中输给了比尔·克林顿。

交易市场

经济衰退期间，1989 年至 1992 年东北部地区的商业房地产价格大幅下跌。证券业也陷入衰退，由于经纪公司利润下降，华尔街上大批员工被解雇。1991 年 4 月，琼斯工业平均指数上涨触及 3 000 点，但由于对银行和生物技术股的担忧，市场在 1991 年 11 月 15 日下跌了近 4%。这个警报是短暂的，道琼斯指数在 1992 年进一步上升到 3 300 点。纽约证券交易所在 1991 年的日均交易量接近 1. 8 亿股，市场非常强劲。几年之内，华尔街将迎来 6 亿股甚至 10 亿股单日成交量。1991 年 7 月，美林和美邦都报告了创纪录的利润水平，1992 年哈里斯·厄珀姆公司在证券交易所内的交易量超过 650 亿股，这进一步增加了经纪商的利润。纽约证券交易所在 1992 年 5 月度过了它的二百周年纪念日。但庆祝活动的气氛中并非只有欢乐，美国的经济仍处于不确定性之中，纽约证券交易所面临日益加剧的竞争威胁。纽约证券交易所的日均交易量是 1974 年时的 10 倍和 20 世纪 50 年代初时的 100 倍。但随着纳斯达克人气的增长，场外交易市场的成交量开始挑战纽约交所的成交量。到 1992 年底，纳斯达克的交易量约占美国所有股票市场总成交量的 42%。纳斯达克上市的公司中约有 1 000 家规模已经非常大，足以满足在纽约证券交易所上市的要求。这表明纽约证券交易所作为大公司的目标市场的地位正在下滑。

另一个场外交易市场面向机构投资者的私募发行证券。在 1993 年，有接近 2 200 亿美元的债权和股权证券都是以私募方式发行的。1992 年，股票市场中机构占据 80% 以上的交易量，而这些交易量往往是交易所楼上办公室里的那些持有大规模头寸的机构投资者通过大宗交易进行的。一类持续增长的机构是养老金基金。1975 年至 1992 年，养老金计划所持有的美国公司股权证券由 1 320 亿美元增加至 1. 3 万亿美元。截至 1994 年底，机构投资者合计持有美国股票证券超过 2. 3 万亿美元。这个数字还会继续暴涨。1996 年，全球范围的机构投资者控制了 26 万亿美元的资产。美国持有这些资产中的 13 万

亿美元。

1993 年 2 月 26 日，华尔街遭到严重的冲击，一群恐怖分子在世贸中心引爆了炸弹。尽管死亡人数少于大约 70 年前发生在 J. P. 摩根办公室的炸弹爆炸事件，但仍然造成的 7 人死亡，超过 1 000 人受伤。后来发现恐怖分子是穆斯林原教旨主义者。其他国家的市场参也带来了挑战。虽然有超过 150 家非美国公司在纽约证券交易所上市，但交易所正在被国际市场和场外交易市场夺走市场份额。在美国以外交易股票的比重从 1969 年的 1/3 上升到 1992 年的超过 50%。到 1992 年时，国际金融涉及的资本在全球范围内连续 24 个小时不停流动。全球范围的日均交易量估计已经达到 8 800 亿美元，私人拥有的债券中超过 5 600 亿美元是由外国人持有的。世界各地的新兴市场越来越成为投资和投机的对象。到 20 世纪 90 年代初，新兴市场交易量达到 1 500 亿美元。1993 年，美林在中国开设了分支机构，同时随着俄罗斯寻求将资本主义国家的资金引入其金融系统，也开始吸引美国的投资者。但在这个前共产主义集团的一些国家里很快也出现了欺诈活动。一只名为“MMM”的投资基金在俄罗斯崩溃，给投资者造成了巨大损失，而阿尔巴尼亚的金字塔计划则几乎引发了内战。

市场参与者的变化

电脑继续入侵市场。在 1982 年至 1995 年，纽约证券交易所在技术上花费了超过 10 亿美元，其中约 6 亿美元用于交易大厅的技术更新。指令单输入和执行的自动化减少了执行客户指令单所需的时间。在 1975 年，一个 100 股的指令可能需要一个小时才能执行，但在 20 世纪 90 年代，这类指令在不到一分钟内就执行完成。纳斯达克的小指令单执行系统（SOES）和纽约证券交易所的超级 DOT 系统继续为小客户指令单提供自动执行。费城证券交易所上市的公司超过 2 000 家，使用了一个名为费城自动通信执行系统（PACE）的自动化执行系统。1992 年仍有 8 000 多家经纪商在美国经营，但金融服务公司的整合正在加速。到 1994 年，9 家经纪商已经处理了美国所有客户的公开账户中近 50% 比例。T. Rowe Price Associates 为投资者提供金融服务，包括共

同基金和支票账户。

美国运通公司信用卡特许权的价值受到侵蚀，该公司收购的 Shearson 券商业务在 1990 年亏损了近 10 亿美元。公司聘任了新的首席执行官哈维·戈卢布，希望通过专注于信用卡业务来恢复公司的价值。运通公司在 1993 年将 Shearson 经纪业务以 11.5 亿美元的价格卖给了 Primerica 公司。桑福德·威尔（Sanford I. Weill）推动着 Primerica 这家背景复杂的公司不断发展。威尔于 1955 年在贝尔·斯登公司作为一名跑单员开始了其华尔街生涯。他和一些合伙人于 1960 年开设了自己的经纪公司，公司起名叫 Carter，Berlind，Poroma & Weill。威尔通过购买那些陷入困境的经纪公司逐渐壮大了自己的业务，收购的公司包括 Hayden Stone、Shearson Hammill 和 Loeb Rhoades。这些公司合并后形成了 Shearson Loeb Rhoades 公司，并在 1981 年以约 10 亿美元的价格出售给美国运通。威尔也成为美国运通的总裁，但他在 1985 年就离职了。他在获得数据控制公司的位于巴尔的摩一家子公司——商业信贷公司——的控制权之前，曾为美洲银行短暂工作。商业信贷公司开展商业融资、租赁和保理业务。威尔推动该公司在交易所公开上市，使之成为一家消费金融公司。威尔很快就重点收购了前身为美国罐头公司的 Primerica，该公司在前共同基金沙皇杰拉德·蔡的领导下，已经从食品容器行业转移到金融服务领域。蔡先生于 1987 年为 Primerica 公司收购了美邦。该项收购是在 1987 年股市崩盘之前进行的，而在危机中美邦公司遭受重创。威尔的商业信贷公司在 1988 年以约 17 亿美元收购了 Primerica 公司及其附属的美邦公司。

在 20 世纪 80 年代末，通用电气、美国运通和美国保诚保险公司对金融服务公司进行的收购活动，被认为是倒闭的运作。对“金融超市”概念的追捧早就已经渡过了顶峰时期，但抛售那些金融超市的资产还需要花一些时间。1992 年，通用电气试图将 Kidder，Peabody 公司卖给 Smith Barney，Harris，Upham 公司，但这笔交易未能完成。Kidder，Peabody 公司遇到了一大堆麻烦，终于在 1994 年底被卖给了潘恩·韦伯。批评家早就认为，西尔斯·罗巴克出售“股票和袜子”的计划不会成功。他们是正确的。1992 年 9 月，Sears，Roebuck 公司宣布，它将出售其在 1981 年买入的股票经纪和住宅不动产服务

业务。这些销售是必要的，可以帮助西尔斯公司偿还其30亿美元的企业债务。西尔斯出售了添惠金融服务集团、西尔斯储蓄银行，以及一家住宅不动产公司Coldwell Banker。西尔斯出售其Allstate保险集团20%的股权，但保持了对该公司的控制权。有趣的是，西尔斯的金融服务业务并不是其麻烦所在。添惠公司当时是美国第三大经纪公司，其利润刚刚创下历史新高。西尔斯的零售销售是其亏损的根源。1989年至1992年，为了降低成本，该公司削减了48 000个零售业岗位。西尔斯在失去零售业的主导地位后，于1993年停止了目录销售业务。

添惠公司早在20世纪80年代就推出的发现卡在1993年时拥有约3 800万持卡人。从西尔斯剥离后，添惠公司和国民银行（NationsBank）宣布组成战略联盟，设立了一家名为国民证券（NationsSecurities）的合资企业。该机构通过在国民银行的400处分支行营业网点的投资经理向银行客户出售股票和债券。国民银行声称，其与添惠的合资企业在1993年蓬勃发展，国民证券预计很快将设立第700个分支机构。1994年11月，在国民银行宣布将收购添惠公司持有的国民证券50%股权时，形势出现急剧逆转。合资企业遇到了监管和运营的难题。SEC和货币监理署开展了调查，来确定国民证券的经纪人是否使用了不当的销售做法。监管机构担心，银行客户没有被充分告知，银行出售的证券产品与银行存款不同，并没有受到联邦政府的保险。但这并没有阻止国民银行继续扩大其金融服务业的努力。在其众多扩张运作中，包括了从克莱斯勒第一公司购买国民信贷银行。这是一家高附加值的消费者和私有品牌金融公司，竞争对手是Beneficial Corporation以及一些类似的金融公司。

高盛也在改变其业务组合。投资银行业务在1989年占其利润的35%。而四年后，投资银行业务只提供了16%的利润。1991年，作为牵头承销商的投资银行间的相对排名分别是：美林、高盛、雷曼兄第一波士顿、Kidder Peabody、摩根士丹利、所罗门兄弟、贝尔·斯登、保诚证券和Donaldson，Lufkin&Jenrette公司。其他的牵头承销商还包括：摩根大通证券、Alexander Brown&Sons、美邦和添惠。美邦当年的盈利超过1.5亿美元，是前一年利润的三倍。潘恩·韦伯是另一家经纪巨头。1995年，它拥有超过200万个账户。

美林仍然是领导者，其 1993 年的客户资产近 5 000 亿美元。美林公司宣称其客户将“缓慢致富”，并加速扩张其国际业务。美林在 1995 年以超过 8 亿美元的价格收购了英国投资银行史密斯 · 纽柯特。罗斯柴尔德拥有该公司 26% 的股权。

20 世纪 90 年代，“重点”经纪人被用来为大型零售和机构客户执行证券交易。这些是为那些接受其客户指令的其他经纪人进行交易清算和融资的券商。嘉信公司于 1992 年成为美国最大的低佣金经纪商，在全国共有 150 家分公司，分布在 42 个州，为 160 多万名客户提供服务。嘉信拥有 Mayer&Schweitzer 公司，这是一家大型的场外证券市场做市商。嘉信于 1984 年推出共同基金市场服务，并提供 140 个无前期佣金的共同基金的买卖服务。1992 年，嘉信推出了一个共同基金“超市”，称为共同基金 OneSource，允许客户从 500 多个无前期佣金的共同基金中进行选择，并提供了广泛的投资标的和交易计划。其他经纪公司很快就模仿了这个创新。另一家大型低佣金经纪公司是 Quick&Reilly，到 1992 年有超过 60 万个客户账户。

互联网和其他技术进步

互联网在运转了多年之后，才开始对金融服务的增长和发展产生广泛的影响。Quick&Reilly 在 1983 年开始为个人提供基于计算机的交易软件。嘉信于 1985 年推出了自己的程序。到 1990 年，已经有约 10 万名个人投资者使用自己的个人电脑来管理他们的投资组合。嘉信开发的家庭交易系统拥有50 000 名客户。该系统允许访问研究数据库，提供实时报价，并允许投资者下达实时交易指令，接收交易确认和跟踪其投资组合。1991 年，嘉信客户中大约有 13% 通过他们的电话以电子方式下单，不再需要经纪人的参与。Fidelity Brokerage Services，Inc. 是另一家低佣金经纪公司，通过其 Touchtone Trader 系统提供电脑交易。

道琼斯、标准普尔公司、纽约证券交易所和美国证券交易所（AMEX）已经在过去一段时间里持续计算工业、公用事业和铁路以及其他的综合股票指数。罗素指数逐渐受到市场的欢迎。由 Frank Russell 公司发布的这些指数

中涵盖了1 000只大盘股和2 000只小盘股。道琼斯和路透社是提供金融资讯的领先机构。Knight - Ridder 和商品新闻公司为期货行业提供金融资讯。其他的金融新闻服务商还包括美联社、麦格劳—希尔公司、金融新闻网和市场新闻服务等机构。Quotron Systems 和自动数据处理公司提供股票市场报价。在1990年时，这两家公司提供了大约90%的财务信息服务。其他的报价供应商还有Shark公司，由Wang Company、Telerate和Bridge Information Systems三家公司共同持有。Telerate是政府证券报价的主要提供者。1989年时，报价供应商通过40万个终端屏幕来传播信息。迈克尔·布隆伯格（Michael Bloomberg）正日益成为金融信息服务领域的国王。彭博信息系统的巨大数据库引起了华尔街的广泛关注。1992年，显示彭博金融市场系统信息的单个屏幕价格为每月1 500美元，另外还有包含额外数据库的更多屏幕，费用为额外的每月1 000美元。彭博公司每年的收入是3亿美元，并且在不断增长。它的业务不断发展，夺走了路透社、Telerate和Knight - Ridder的影响力。20世纪90年代的主要评级机构是标准普尔、穆迪、惠誉和达夫与菲尔普斯，后者正在成为一家重要的公共债券评级机构。

垃圾债券市场正在从最初系列违约事件的影响下几乎消失的困境中逐渐恢复。即使是一些过期的债券仍然还有价值。已经失效的由塞尔玛、马里恩和孟菲斯铁路公司在内战后发行的债券在20世纪90年代仍然可以按照2 750美元的价格卖出。它的价值因为上面有联邦将军内森·贝德福德·福雷斯特而被提升。1994年2月，债券市场出现崩盘，道琼斯指数在春季也下跌超过300点。市场的动荡是在1994年美联储在九个月内将贴现率大幅提高2.5%之后出现的。自1986年以来，利率一直保持稳定并逐渐下降。贴现率突然上涨导致债券价格大幅下挫。“自1926年以来，这是五年期债券表现最为糟糕的一年。”①，长期国债零息债券的价值下降了18.7%。抵押贷款担保证券市场也受到特别严重的打击，其中许多证券失去了流动性，价值大幅下滑。一家投资基金在抵押贷款担保证券上亏损了6亿美元，申请破产。反向浮动利率

① *Banca Cremi, S. A. v. Alexander Brown & Sons, Inc.*, 132 F. 3d 1017, 1023, n. 3 (4th Cir. 1997).

债券也造成了相当大的损失。这类证券向持有人支付的利息会随着利率的上升而下降。

丑闻与挫折

丑闻继续上演。英国出版领域沙皇和证券市场海盗罗伯特·麦克斯韦尔（Robert Maxwell）的尸体于 1991 年被发现漂浮在加纳利群岛附近的大西洋上。麦克斯韦尔是从他的船上掉下来，因心脏病发作而死亡。麦克斯韦尔在 1984 年支付了 9 000 万英镑购入 Mirror 集团公司，在此基础上建立了他的出版帝国。麦克斯韦尔的视野还曾关注在更高的目标上，曾宣布计划以 20 亿美元收购位于佛罗里达州拥有主题公园的美国出版公司 Harcourt Brace Jovanovich。麦克斯韦尔虽然未能实现这一收购计划，但他最终说服了特拉华州最高法院允许其控制另一个大型出版集团——麦克米伦出版公司。麦克斯韦尔在 1987 年股市崩盘时每天损失 3 亿英镑。麦克斯韦尔公司的利润并不足以弥补由于他的奢侈消费而产生的那些损失。麦克斯韦尔还在去世之前，掠夺了公司的员工养老基金。而他的盗窃行为在其去世后才被发现。由于罗伯特·麦克斯韦尔已经去世，无法将其告上法庭，英国政府最终选择他的儿子们作为被告。他们被控犯有与父亲的盗窃有关的诈骗罪，但后来经过审讯后被无罪释放。高盛的声誉受到麦克斯韦尔不光彩的行为的严重打击，因为他通过高盛参与了多起不正当的交易。

国际商业机器公司（IBM）通过租赁其大型计算机所获得的收入，而成为历史上最成功的公司之一。IBM 的股票是“蓝筹”股票中最蓝的，即使是最胆小的投资者也广泛认为持有这只股票是安全和有利可图的投资。但 IBM 的成功使其成为又一个“货币信托”，联邦政府不得不将其打破。司法部反垄断司从 1969 年到 1982 年持续对其提起诉讼，最终 IBM 公司存活了下来，但步履蹒跚。后来，IBM 公司在个人电脑行业的市场份额上再度陷入苦战，并几乎被毁掉。1992 年 9 月，IBM 宣布将出售其 21 亿美元的资产。1985 年至 1992 年，该公司的员工人数减少了 25%，工厂的产能利用率维持在 40% 左右的水平。IBM 在 1992 年宣布亏损 46 亿美元，这是历史上的最大亏损金额。虽

然 IBM 将在新的领导者 Lou Gerstner 的领导下逐渐恢复，但它在计算机领域的领先地位已经让给了微软和其他几家公司。1998 年 10 月，微软是美国资本规模最高的公司，价值 2 670 亿美元。可预计，微软及其领导人比尔·盖茨（Bill Gates）不久就会成为货币信托打击者的下一个目标。作为世界上最富有的人，盖茨是一个有吸引力的目标，但他必须先被妖魔化，这是司法部在 20 世纪结束时乐意承担的任务。

20 世纪 90 年代初，通用汽车公司（GM）的财务报表上也开始出现红色墨迹，其业务出现亏损，并且正在失去市场份额。通用汽车于是试图通过挤压供应商来提高其盈利能力。1991 年至 1992 年，通用汽车筹集了 80 多亿美元资金，希望通过重组业务来使公司更具竞争力。美林作为牵头承销商帮助通用汽车发行了 11 亿美元的固定利率永久优先股，该优先股被设计用于作为货币基金投资的替代品（来吸引投资者）。通用汽车发行了四种类别的存托优先股。这些股票是可赎回的，但没有具体的赎回日期。通用汽车还发行了超过 7 亿美元的浮动利率 A 系列可赎回累计优先股（PERCS）。这些 PERCS 被强制要求在三年内按照一对一的比例赎回替换为普通股，但最高升值幅度限于不超过面值的 35%。通用汽车还在 1992 年发行了 5 700 万股普通股股票，筹集了超过 20 亿美元资金。它在 1993 年还赎回了一些较老的累积优先股，因为那些股票带有或有投票条款会威胁到通用汽车的管理权。事实上，管理层非常担心这一问题，因此对于这些面值为 5 美元优先股支付了 120 美元的价格来赎回。那时候这些证券的市场价格仅是这个赎回价格的一半左右。通用汽车的业务重组以及市场份额的持续下滑导致公司动荡。机构投资者开始行使他们的权力，推动了管理层发生急剧变化。一名高级管理人员被解职，这是自从约 70 年前威廉·杜兰特被解雇之后，通用汽车公司的首例解雇高管人员的事件。

流氓经纪人和流氓交易员

经纪公司开始面对“流氓经纪人”和“流氓交易员”的难题。流氓经纪人是指那些通过欺诈性销售方式为公司提供大量收入的佣金销售员。由于产

出很高，流氓经纪人成为利润中心，并逐渐发展而获得了不必像其他经纪人那样必须接受大量监管的权力。其中一些流氓经纪人几乎成为公司内的公司。Prudential - Bache 公司受到的打击特别严重。SEC 指控该公司没有对其产出最大的经纪人进行有效监管。那名经纪人叫 Sam Kalil，曾在客户账户内进行未经授权的交易，并向客户出售不合适的证券。他从客户账户中掠夺了大约 200 万美元。1994 年，SEC 开始调查大型经纪公司，以确定它们是否对过去出现过违法行为的流氓经纪人进行了适当的监督。该项目的重点是已经被客户投诉，受到私人或政府对其行为不端进行起诉的 268 名注册代表。研究结论认为，必须加大监管力度，确保那些此前具有不当从业问题的销售人员得到适当的监督，并在聘用他们前进行仔细的背景审查。总审计局于 1994 年对流氓经纪人进行了研究，并建议加强监督。

券商的自营交易活动往往利润丰厚，并随着佣金收入的持续下滑而成为主要的收入来源。但这类交易给企业带来巨大风险，特别是来自那些公司聘请来进行自营交易的“流氓交易员”。这些人被授予了宽泛的交易权力，而且成功的交易会给他们带来大笔的奖金也激励着他们进行高风险的交易。流氓交易员为了获得更多的奖金而用公司的钱去进行大笔下注。流氓交易员中令人非常震惊的例子之一是巴林银行的 27 岁员工尼克·里森（Nick Leeson），他亏损了超过 10 亿美元，并摧毁了这家具有几百年历史的公司。里森在（亏损）10 亿美元俱乐部中并不孤单。日本的大和公司由于其流氓交易员在美国的交易活动而亏损了 11 亿美元。这一高端的 10 亿美元亏损俱乐部中还有一名成员是 Metallgesellschaft AG，其美国交易员的交易策略造成了约 18.7 亿美元的亏损。化学银行的一名交易员因未经授权的货币交易给其雇主造成了相较而言并不大的 7 000 万美元损失。Kidder Peabody 公司在政府证券上的虚构交易造成了 3.5 亿美元的亏损。

20 世纪 90 年代早期，国库券发行的期限包括三个月、六个月和一年。财政部通过发行“现金管理票据”这种短期产品来弥补短期资金缺口。在 20 世纪 90 年代初发行国债主要是通过纽约的联邦储备银行。有约 40 家政府证券交易商会参加国债的定期拍卖。这些公司为自己及它们的客户进行竞争性投

标。财政部禁止任何一位主要经销商购买超过国库券拍卖量的35%。所罗门兄弟公司的流氓交易员保罗·穆泽(Paul Mozer)在1992年曾操纵美国国库券市场。穆泽在未经许可的情况下假冒客户的名义发送国库拍卖指令，以在拍卖中获得大比例的国债从而控制其价格。1990年12月，穆泽未经授权就代表水星资产管理公司(Mercury Asset Management)提交了10亿美元的报价。在另一场拍卖中，穆泽获得了拍卖量的87%份额。在1993年5月，穆泽在未经授权的情况下借用客户的名义投标，最终在“预发行”中获得了113亿美元发行量中106亿美元的规模。穆泽的大笔买入让那些出售这些证券的机构和其他交易者陷入困境。因为所罗门兄弟已经持有了大部分的拍卖国债，所以卖空者在交付时必须从所罗门兄弟购买该证券。这样穆泽可以在市场中挤压卖空者。在其行为曝光后，穆泽被罚款101万美元，并被送入监狱。所罗门兄弟的负责人约翰·古特弗伦德(John Gutfreund)因为没有及时向监管机构报告这一行为而被SEC罚款10万美元。在迈克尔·刘易斯(Michael Lewis)的《骗子的扑克》[1]一书中，古特弗伦德的管理风格被描述为一名非常激进的投资银行家。这本书里还描述了古特弗伦德在扑克游戏“欺骗”中下注100万美元对所罗门兄弟的另一名执行官约翰·梅里韦瑟进行挑战。梅里韦瑟则将赌注提高到1 000万美元作为回应，并说“一局定输赢”“绝不后悔”。古特弗伦德退缩了。如此大额下注的赌博让人们回想起早期时代的约翰“百万赌注”门。该公司在汤姆·沃尔夫的畅销书《虚荣的篝火》(*The Bonfire of the Vanities*)中被肆意嘲弄。[2] 在经过这些文笔的描述之后，所罗门兄弟的信誉受到破坏，而穆泽的插曲也使其更容易受到政府的攻击。该公司因穆泽的不当行为而被罚款2.9亿美元。1992年在SEC的另一起诉讼中，所罗门兄弟被控参与虚假交易。在这些交易中，所罗门兄弟事先同意回购某些交易资产，从而可以在当年年底显示亏损，并在次年显示为收益。这是一种避税方案。后来，98家经纪公司和银行承认，它们在政府拍卖中对财政部债券进行了不正当的投标操作。这些银行和公司总共被罚款520万美元。

---

① Michael Lewis, Liar's *Poker: Rising Through the Wreckage on Wall Street.*

② Tom Wolfe, *The Bonfire of the Vanities.*

出现过这么多问题之后，财政部开始使用“荷兰式”拍卖，在这种拍卖方式下，所有的赢者将获得同样的利率，而该利率按照可以卖出全部债券的最高投标价格来决定。1996 年 9 月，财政部通过了要求持有大量国库券的公司建立记录保存和进行报告的规定。根据《1993 年政府证券法修正案》的授权，“按需”制度规定这类大型仓位报告需要根据财政部的要求随时提供。SEC 早些时候还提出了一项规则，为大型交易商及其经纪商建立报告制度。这些交易机构必须报告自己的仓位并标明自己（进行的交易）。在一个 24 小时周期内交易 20 万股或进行了价值 1 000 万美元的交易就会被定义为大额交易者。商品期货交易委员会在此之前就已经设定了大额交易报告制度。

穆泽事件几乎毁掉了所罗门兄弟公司，从而需要由其大股东之一伯克希尔·哈撒韦公司提供救助，该公司由内布拉斯加州奥马哈镇的沃伦·巴菲特控制。巴菲特的财富净值约为 40 亿美元[①]，其中主要是伯克希尔·哈撒韦公司的股票，这家曾经的衬衫内衬加工企业已经被巴菲特转变成为一个巨大的投资组合池。伯克希尔·哈撒韦公司成功投资了数亿美元于美国运通、所罗门兄弟公司和可口可乐公司。它还投资于 GEICO 公司、华盛顿邮报、Capital Cities/ ABC，Inc.、大众食品（General Foods）、埃克森美孚（Exxon Corporation）、时代公司、R. J. 雷诺工业公司、奥美国际公司和沃尔沃思公司。巴菲特成为所罗门兄弟公司的临时负责人，以恢复公司的信心。他替换了所罗门兄弟的董事长约翰·古特弗伦德和总裁托马斯·斯特劳斯。董事会副主席约翰·梅里韦瑟也离开了。后面我们还会多次提到他。这是巴菲特对所罗门兄弟的第二次援助。早在 1987 年，当所罗门兄弟公司受到罗纳德·佩雷尔曼试图获得该公司的控股权的攻击时，巴菲特曾作为“白衣骑士”。巴菲特的伯克希尔·哈撒韦投资了约 7 亿美元给所罗门兄弟，以阻止佩雷尔曼的收购计划。

政府证券市场

所罗门兄弟在其中扮演了关键角色的政府证券市场并不小。它是世界上

---

① Andrew Kilpatrick, *Warren Buffett: The Good Guy on Wall Street*, p. 17.

最大的证券市场。美国政府债券在1992年的日均交易量为1 000亿美元，而同期纽约证券交易所的日均交易量只有80亿美元。美国政府证券市场总值近5万亿美元。有趣的是，1994年时外国人持有了超过20%的政府债券。在财政部拍卖中，只允许一级交易商代表客户进行投标。1995年，一级交易商包括B. A. 证券、贝尔斯登公司、BT证券公司、大通证券、化学证券、花旗证券、大和证券、高盛证券、富士证券、汇丰证券、美林政府证券、摩根大通证券、国民银行资本市场、日高证券、野村证券、潘恩·韦伯、所罗门兄弟和美邦。大多数短期和长期政府债券的交易是通过纽约市的十几家交易商来进行的。协助它们的是通过匿名下单的方式将买卖双方联合起来的"盲人"经纪人。1990年，Cantor Fitzgerald证券公司是政府债券市场上唯一的主要交易商经纪人，它同时为一级经销商和零售客户服务。

美国政府证券市场的增长直接反映出政府开支的大幅增加。1980年至1995年，联邦政府支出从不到6 000亿美元猛增到超过1.5万亿美元。1973年的国家债务净额约为3 300亿美元。到1983年，这一数字上升到超过1万亿美元。十年后，国家债务超过3万亿美元。1975年，国家债务占国内生产总值的四分之一左右，但到1993年则增至国内生产总值的一半以上。1992年财政年度的赤字近3 000亿元，国债的利息支付就接近2 000亿美元。一年之后，支付的债务利息已经是第三大预算项目，仅次于社会保障和国防。后来，国会开始增加税收，并下令削减年度赤字。

1994年，美国约有50 000个州和地方政府发行了市政债券。当时未到期的市政债券存量有130万只，价值1.2万亿美元。仅在1993年一年，就出售了3 355亿美元市政证券。SEC批准了市政证券规则制定委员会（MSRB）制定的法规，强制要求市政证券发行人提交发行声明。该规定要求市政证券交易商从发行人处获得并审核"官方声明"，承销商需要根据需求向潜在客户转发正本的发行声明。这实际上等于要求寻求公开筹资的市政当局仔细准备证券发行说明书。市场证券融资变得越来越复杂。市政当局出售的证券包括："通道"债券、参与证书，以及众多的衍生产品，包括反向浮动利率债券。到20世纪末时，一些地方政府出售的债券甚至以其持有的价值2 060亿美元的

香烟公司股票作为担保。

MSRB 试图推动市政证券行业的自动化清算。成立了存托机构，到 1987 年时约有一半的市政证券通过存托机构来托管。全国证券清算公司采用自动化系统为市政证券和共同基金交易提供清算和结算服务。还创立了政府证券清算公司来清算政府证券的交易；参与者存托公司作为吉利美和某几种其他的国家支持机构发行的证券的托管和簿记系统提供服务；三角洲清算公司清算回购交易；新兴市场清算公司正在寻求为布雷迪债券提供清算服务。

市场的更新

计算机辅助交易系统（CATS）正在进入证券行业。多伦多证券交易所正在使用这样一个系统。伦敦国际证券交易所正在对其业务进行电脑化。电脑交易本身就存在风险。1992 年所罗门兄弟的一名书记员错误地下令为客户出售 1 100 万股股票，而不是指令单中要求的出售 1 100 万美元的股票。这个错误导致道琼斯指数下跌了 16 点。1985 年纽约银行的一个软件包问题使得它无法收到电子付款，但是它的负债却被支付了出去。结果是银行的净借记金额达到 230 亿美元，美联储不得不出手来救助银行。

所谓的量化基金也正在出现。这些计算机交易程序旨在预测股市的变化。有人担心，这种力量强大而又昂贵的分析并不比翻转硬币的预测方式更可靠。对冲基金再次流行起来。它们的经理有时候会进行高风险的激进的投机交易，从而威胁市场的稳定。在 1994 年约有 800 家对冲基金持有 750 亿美元的资产。《1996 年国家证券市场改良法案》给对冲基金提供了更大的灵活性。如果其投资者是符合资格的买家——老练的大额投资者，则不需要限制参与人数，而且投资公司不需要进行注册就可以开展业务。而按照以前的规定，如果基金有超过 100 名投资人，则需要注册对冲基金作为投资公司。

清算和结算系统也在改善。托管信托公司系统存放了大部分的股票凭证。清算和结算系统也提高了国际交易的效率。卢森堡的 Cedel Bank SociétéAnonyme 进行国际证券交易的清算和结算，提供托管服务，以及交易确认和短期借贷服务。1994 年，Cedel 结算了超过 7 万亿美元的证券交易，并在

30 个国家设有清算节点。Euroclear 是另一个国际清算和结算系统。它由摩根保险于 1968 年创立，但所有权后来转让给了一家被 100 多家银行和券商持有的机构。在 20 世纪 90 年代中期以前，Euroclear 处理了几乎三分之二的国际债务工具交易的结算。Cedel 和 Euroclear 之间也建立了一个电子桥梁，为它们的客户相互之间提供结算和清算服务。国际证券清算公司在亚太地区提供国际清算和结算服务。它与 Cedel 系统连接在一起。

1993 年以前，没有规定证券交易的最低结算时间。该行业的惯例是一个为期五天的结算周期。1992 年，三十国清算结算工作组建议，应该将结算周期从五个工作日缩短至三个工作日。该委员会发现，多数客户的资金在三天内就已经到位了。此后，由证券行业创建的巴赫曼工作组推荐了为期三天的结算周期（T + 3）。SEC 接受了该建议，在 1994 年通过了一项要求股权证券实行 T + 3 结算期的规则。但该规则不适用于美国政府证券、市政证券、商业票据和银行承兑汇票。SEC 认为，这一要求将减少未完成结算的在途交易数量，从而减少信贷风险和市场风险，并将行业推向无纸化的和无物理凭证的交易。SEC 承诺将继续努力，进一步减少这个结算期，希望最终实现隔日或同日内清算。商品期货行业已经有了一个隔夜结算系统，要求在下一个交易日的开盘前完成交易结算。

1994 年针对纳斯达克市场的一项经济研究发现，市场做市商在设定买卖价差上进行了串谋。这一发现引发了司法部和 SEC 的调查。调查发现市场做市商们有几项做法是非竞争性的。而许多这些做法是针对所谓的“SOES 匪徒”而采取的防御措施。1987 年市场大崩盘之后，强制要求市场做市商必须参与 SOES 系统，因为在 1987 年大崩盘时很多做市商拒绝接听小额投资人的下单电话或退出市场，导致小额投资者无处交易。这个强制性规则为 SOES 匪徒打开了大门，让他们可以在发生突发市场事件时抢在做市商修改其报价之前“捡走”对其有利的报价。美国证券交易商协会（NASD）试图遏制 SOES 匪徒，禁止职业交易员使用 SOES 系统，但联邦上诉法院驳回了这一规定。结果导致市场做市商采取几种联合的做法来保护自己。与纳斯达克市场做市商进行的固定价格和其他的不当行为有关提起了多起私人诉讼。这些诉讼最终

以9亿美元达成了和解。几年后，SEC宣布，对28家证券公司罚款2 633万美元，并暂停与纳斯达克交易滥用有关的51人进入市场。潘恩·韦伯公司在这些诉讼中被罚款630万美元。

因为担心纳斯达克市场没有得到有效的维护而对NASD进行了重组。由前参议员沃伦·鲁德曼（Warren Rudman）主持的委员会对NASD的运作进行了审查。此后，将NASD的市场和监管职能分为两个实体。曾任CFTC主席兼SEC专员的Mary Shapiro被任命为NASD监管部门的第一位负责人。该部门于1996年开始运作。SEC要求NASD花费1亿美元来提升执法力度。为了使纳斯达克更加高效和开放，并减少SOES匪徒的影响，而改变了一些规则。这些规则的变化导致了纳斯达克的买卖差价下滑，但纳斯达克交易商开始增加新的收费来弥补这方面的收入损失。另外，为提高行业标准，NASD和证券交易所要求服务公众的证券业注册人接受持续教育。

房托基金也还仍然存在。1990年，这类证券出现熊市，但经济的衰退带来了众多可以砍价买入的资产，特别当破产清算信托公司和有限合伙公司以超低价格出售资产时。1991年，又出现了投资于这类证券的另一股热潮。在1993年至1995年，房托基金累积了接近170亿美元的新资产并进行了众多的新发上市①。这些产品广受欢迎，因为它们的收益率高于固定收益工具的回报率。房托基金市场在1994年至1995年有所下滑，但1996年至1997年又出现了另一次繁荣。虽然在1988年至1989年，私营机构支持的过手证券凭证数量大幅下降，但至1991年底，基于汽车贷款、信用卡应收账款、计算机和飞机租赁、移动房屋、分时度假房产和娱乐性交通工具贷款等资产仍发行了超过1 500亿美元的非抵押资产支持证券。随着利率的下降，可以提供保护免受提前还款影响的抵押担保债券开始受到市场欢迎。

1993年，住房按揭贷款利率下降到7%以下，这是自越南战争以来的最低水平。然而，1994年2月4日，美联储在五年内首次提升短期利率。此后的九个月里，利率上升了2.5个百分点，提高到5.5%，导致债券市场出现恐

① Peter M. Afs et al., *Real Estate Investment Trusts Handbook*, pp. 1 - 27.

慌。CMOs 和其他工具比如反向浮动利率债券造成的损失尤为严重。五年期债券自 1926 年以来出现了表现最糟糕的一年。零息国债的价格下跌了 18.7%，长期国债价值下跌了 7.5%。1994 年 4 月，一只主要投资于 CMO 的投资基金申请破产，该基金损失了 6 亿美元。

国际证监会组织（IOSCO）可以追溯到 1974 年，当时考虑到西半球的证券监管协调而创设了美洲间证券委员会协会，协会成立于加拿大的魁北克省，并在蒙特利尔设立了一个秘书处。国际清算银行敦促 IOSCO 从蒙特利尔迁往瑞士的巴塞尔，以便可以更紧密地将国际金融服务监管机构组织在一起。国际保险监管机构组织于 1994 年移居巴塞尔。SEC 主席理查德·布莱登（Richard Breeden）与国际证监会组织的欧洲会员之间就资本充足率的要求爆发了一场斗争。这场斗争涉及抵押折扣比例，或减少券商投资组合中的股权证券的数量。欧洲监管机构提议实施的折扣比例低于当时美国惯用的折扣比例，而且有人担心这会削弱证券公司的资本。SEC 于是组织了一个名为美洲证券监督委员会的组织来对抗国际证监会组织。

1994 年 1 月，SEC 发布了一份 2000 年股票市场报告。这份研究报告旨在“为全国性市场体系的发展提供指导”[①]。2000 年市场报告指出，随着科技进步、新产品的出现和市场的国际化，证券市场正在发生“急剧”转变。尽管如此，市场在证券定价方面仍然保持“有效”运作，不断增长创下新纪录的巨额成交数量也得到顺畅的处理。2000 年市场报告中还确信客户获得了可以执行指令的最佳价格。SEC 的结论是，不需要对市场监管进行重大修改，但需要进行一些微调。券商的向交易量导流支付佣金和软佣安排等行业惯例需要接受仔细核查，对包括了报价信息、交易量和执行价格等市场信息的披露需要更及时和全面。需要增加市场之间与市场参与者之间的竞争。自营交易系统的增长以及上市股票场外交易市场的发展令人担忧，监管水平无法匹配那些市场参与者的业务提升。SEC 2000 年市场研究报告要求市场准入更加开放，减少进入不同市场的各种限制。

① SEC, Division of Market Regulation, *Market* 2000: *An Examination of Currency Equity Market Developments*, p. 1.

法律诉讼

越来越多的针对上市公司和官员根据《联邦证券法》提出索赔的诉讼导致法院开始遏制这类诉讼。如果按照 SEC 根据《1934 年证券交易所法案》而设立的反欺诈法规 10b－5 判定违法行为，最高法院需要证据来证明是“故意的行为”或是错误的意图。个人也必须是某笔证券交易中实际的买方或卖方才可以提出索赔要求。这将那些由于不适当的悲观言论而被劝阻购买证券的个人隔离在诉讼请求之外。最高法院裁定，根据《1934 年证券交易所法案》协助和教唆提起索赔没有私人诉讼权。这一限制大量阻止了那些原本根据 10b－5法规针对律师和会计师提起的涉及证券交易的诉讼行为。多个法庭接受根据《联邦证券法》提起的诉讼中按照“预先警示（bespeaks－caution）”原则作出的辩解。该原则允许公司及其官员就利润预测、收益等进行前瞻性陈述，前提是预先声明提醒投资者这些判断是对实际仍未发生的事件的预测。该原则的受益者之一是纽约房地产巨人唐纳德·特朗普（Donald Trump）。他和其他几家公司被债券持有人起诉，后者为大西洋城最大和最奢华的酒店娱乐综合建筑泰姬陵的建设提供了 6.75 亿美元的融资。该项目破产后，债权人提起了诈骗起诉。但联邦上诉法院裁定，债券投资人已经得到适当的警告，被提前指明了这种事件的危险性。

不幸的是，这些司法判决并没能减缓诉讼的洪水。曾经被总统行使否决权驳回之后，《私人证券诉讼改革法案》终于在 1995 年获得通过，该法案限制在证券欺诈索赔中使用集体诉讼。国会担心集体诉讼被用来胁迫公司接受和解方案，特别是那些通过首次公开发行上市的高科技公司。该法案为发布前瞻性的信息提供了安全港，例如盈利或利润的预测，只要这些预测提供了适当的警示语，则可以遵循“预先警示”的原则。立法机构力求遏制集体诉讼。要求必须有牵头原告来发起集体诉讼，还加强了对原告诉讼程序的要求。对于和解施加了多种限制是为了减少律师奖金以及对和解条款的滥用。1998 年，国会更进一步，用联邦法律取代了州法律，从而避免了众多的集体诉讼。该项立法取代了州法律，防止了对于证券交易所和纳斯达克全国市场系统中

证券交易欺诈行为的集体诉讼。《1996 年国家证券市场改良法案》也力求降低证券业的监管负担。该法案豁免了在交易所交易的证券和纳斯达克交易市场上交易的证券向州监管机构注册的要求。向 SEC 注册的投资公司和大型投资顾问也被豁免不必再向州监管机构进行注册。该立法进一步禁止各州对券商施加与 SEC 不同的监管措施。

市场与政治

1994 年，交易量排名在前的交易所是：芝加哥期货交易所、芝加哥商品交易所、伦敦国际金融期货交易所、芝加哥期权交易所（CBOE）、巴西 BM&F 交易所、法国的 MATIF 交易所和纽约商品交易所。交易量最大的交易所交易的期货合约是芝加哥商品交易所三个月期的欧洲美元期货合约。该品种交易了 10 480 万张合约。第二名交易最活跃的合约是芝加哥期货交易所的美国国债债券期货，交易了 1 亿张合约。银行间货币市场的日均交易量超过 1 万亿美元。全球有超过 50 个交易所交易期权。CBOE 每天可以交易 70 万份期权合约。这是股票期权交易量的 47%，指数期权交易量的 95%，以及所有期权交易量的 65%。新产品继续出现。美国股票交易所开始交易投资组合存托凭证（PDR）。这些实际上是开放式投资公司运作的投资信托的收益单位。这些信托旨在为投资者提供跟踪基础证券投资组合表现的证券，并以普通股份额的方式进行交易。PDR 的持有人将获得信托中所持有证券发放的股息。

一些交易利润非常可疑。据披露，在 1994 年 3 月，总统的妻子希拉里 · 克林顿（Hillary Rodham Clinton）用 1 000 美元的投资额在商品期货交易中短期内获得了令人难以置信的 10 万美元的利润。她的经纪人以前曾因为不当地分配客户的交易以及在 1970 年试图操纵芝加哥商品交易所的鸡蛋期货而受到监管处罚。克林顿女士进行交易的经纪公司的所有者也被指控在总统夫人进行交易期间操纵牛期货市场。此项指控后来被驳回。

第 2 节 保险业的困难

保险业也受到变革之风的影响。1950 年至 1990 年，保险公司的数量从 650 家增加到 2 200 家，但行业在成长中也曾经历过一波灾难和倒闭的浪潮，对财产和意外险保险公司造成严重的不利影响。① 这些灾难中包括：涉及联合硬质合金公司的印度博帕尔的群体中毒事件、洛克比航空公司炸弹事件、米高梅大火事件、航天飞机挑战者号的爆炸事件、爱运河中的有毒废物事件、橙剂事件和毒性休克综合症事件。安德鲁飓风导致对 Allstate Insurance Company 的索赔超过 10 亿美元。美国最大的意外险公司 State Farm，因该飓风在佛罗里达州损失超过 7.5 亿美元。石棉的索赔案件在 20 世纪 70 年代中期开始增长，获赔规模也在不断增加。这些索赔的总额估计高达 600 亿美元。而有毒废料倾倒的清理成本据说比这个还要高得多。艾滋病的爆发也对保险行业带来影响。出于防范保险业的承保歧视，哥伦比亚特区禁止使用艾滋病毒检测来确定个人是否患有艾滋病。随后，哥伦比亚特区主要保险公司中 82% 的机构停止承保新的个人人寿保险。

损失不断上升

许多保险公司和再保险公司停止销售以事件发生为赔付基础的保单，并将其保险限定为以“提出索赔”为前提条件，以终止它们正在经历的巨额损失。以事件发生作为赔付条件的保险单需要对保单有效期内发生的所有事件进行赔付，即使最初没有提出索赔或者后来发现损失后才提出索赔。这使得保险公司无法结束这些索赔并完成账务处理。许多公司也决定停止销售意外污染保单。再保险是通过将这些保单销售给其他保险公司通过分散风险敞口来处理这些风险的另一种方式。新型的衍生品工具似乎可以处理保险公司的巨灾风险。巨灾“CAT”债券在 1994 年被发售。这种债券支付高额利率，但

---

① Jane W. D'Arista, *The Evolution of U. S. Finance: Restructuring Institutions and Markets*, pp. 359 - 360.

如果发生灾难性事件，导致发行债券的保险公司遭受巨额损失，则可以部分偿还甚至不偿还本金。伯克希尔·哈撒韦那时提供所谓的“超级跑车保单”，这是一种对大型灾难的再保险保单。伯克希尔于1989年在飓风雨果之后开始进入这个事业，后来的旧金山地震给其带来了大量的赔付支出。

伦敦劳埃德遇到了惊人的损失。由于自然灾害、产品责任和环保方面的保险索赔不断上升，劳埃德银行在1988年至1992年损失了120多亿美元。北海的一个石油钻井平台爆炸则给劳合社带来了更多的赔付支出。劳合社协会的成员通过成为承销成员或获得一个“名称”的方式来参与保险承销集团。这些挂名的保险公司仅需要分担保险集团的每起损失赔付中的部分份额，但该份额的赔付责任是无限的。约有15 000名挂名者对集团业务带来的赔付责任提起法律诉讼。许多挂名者都是无辜的投资者，他们并没有完全理解他们所承担的责任。为了利用我们自由的法律体系和陪审团制度红利，大量的诉讼被带到美国，但是美国的法庭将这些诉讼中的大部分退回了英国。劳合社在1993年后逐渐恢复，但承认其无法偿还自己的挂名者所欠的10亿美元债务。

保险业的监管

与其他金融服务部门不同，美国的保险业一直由各州政府进行监管。1988年，国会召开听证会，来确定是否需要对保险业进行联邦层面的监管。但后来没有采取任何监管措施。在1992年出现40多家保险公司的倒闭后，引入了一项名为《联邦保险偿付能力法》的法案。它试图创建一个联邦保险偿付能力委员会，该委员会将为保险公司的财务稳健性和偿付能力制定国家标准。这一立法受到行业和州保险监管机构的强烈抨击。作为对联邦监管的替代，全国保险业协会（NAIC）协调各州的保险监管和从业人员注册考试。NAIC试图制定关于保险精算模型的法规，但作为一个自愿组织，它并不能强制各州的立法机关采用这些法规或进行模型的监管。例如，大多数的州在设定储备金时不需要进行独立审计或者精算核查。国际再保险问题也不属于该组织的管辖范围。NAIC确实为大型州际保险公司建立了联合报告和监控系统。

NAIC 几乎没有执法权，但是由于纽约州没有实施 NAIC 的精算模型立法，所以协会在 1993 年暂停了对该州机构进行认证。NAIC 还建立了保险监管信息系统，为各家公司创建了信用风险概况，以确定保险公司的财务状况是否恶化。但这些做法后来证明并不成功。NAIC 试图通过创建基于风险的资本测试来进一步测试保险公司储备的充足性。在 1992 年之前，大多数州的资本要求是基于静态的最低资本金额和盈余。基于风险的资本标准则改为基于保险公司投资组合的投资风险来计算其需要的资本水平。

所有州都有保险担保基金。那些州管理的担保基金一般只能处理小事件，一旦发生大型机构的倒闭事件，是无法提供保障的。大多数州的担保基金试图为寿险保单担保的死亡保险金设定 30 万美元的上限，包括 10 万美元的现金或退保价值、10 万美元现值的年金保险金和 10 万美元的健康保险金。在 1969 年至 1990 年，超过 150 家财产和意外险公司倒闭。其中有 75 家的倒闭发生在 1985 年至 1990 年。到 1985 年，有 21 家大型保险公司被清盘。1988 年，州监管机构接管了 13 家人寿保险公司，1990 年接管了 32 家，1991 年的前九个月就接管了 34 家。20 世纪 80 年代保险公司倒闭造成的损失估计约为 100 亿美元。Mission 保险公司、Transit 意外险公司、Integrity 保险公司和英美保险公司的倒闭预计会给公众带来超过 50 亿美元的支出。各州的保险基金在这些危机中被证明资金是不足的。加利福尼亚州的 Mission 保险公司在 1985 年倒闭，由加利福尼亚州的保险局接管。接收人估计公众为此负担的成本为 16 亿美元。另一家倒闭是加利福尼亚州的 Transit 意外险公司，这是一家商业财产意外险公司，其损失估计高达 40 亿美元。新泽西州的 Integrity 保险在 1987 年倒闭，估计损失达到 10 亿美元。马里兰州的 Indemnity 保险公司也倒闭了。它与在马里兰州经营的其他 48 家公司有关联。这些公司并没有获得营业牌照，总损失达 5 000 万美元。冠军保险公司及其附属企业于 1989 年倒闭，对公司的索赔额达到 1.5 亿美元。互助人寿保险公司于 1991 年倒闭，这是美国历史上最大的保险公司破产案。该公司的倒闭主要是由于发行那些担保投资合约造成的。根据这些合约，保险公司同意在一定期限内向养老基金持有的资产确保支付固定的回报，来换取保险费支付。这个时期通常从五年到十

年不等。当互助人寿保险公司倒闭时，约有40亿美元的合约未到期。新泽西州政府出面挽救了这家公司，它当时是美国的第十八大寿险公司。

系列的倒闭

其他的倒闭案例还涉及君主资本和富达银行家人寿保险。位于得克萨斯州休斯敦的大西南人寿保险公司倒闭。肯塔基中央人寿保险公司崩溃，必须破产清算。该公司在亏损数百万美元的情况下虚报了大量利润。20世纪90年代初期陷入困境的另一家保险公司是俄克拉荷马州的美国标准人寿保险公司。同样在90年代后期，俄克拉荷马州的中东人寿保险公司也被保险监督机构接管。这是该州最古老的保险公司。其他的大规模倒闭案例还包括，资产规模为39亿美元的Baldwin United、资产总额达60亿美元的综合资源，以及资本总额达86亿美元的第一资本控股。所有这几家公司都参与了保险行业。联邦人寿保险公司，一家价值300亿美元的公司，于1994年8月倒闭。1992年，美国第四大保险公司Equitable在房地产、垃圾债券和担保投资合约上损失了超过20亿美元。几家大型人寿保险公司的信用评级在1991年被下调。这些公司包括：约翰·汉考克相互生活、纽约人寿保险公司、艾特纳人寿保险公司、肯佩尔投资人寿保险公司和旅行者公司，以及First Executive公司，该公司由弗雷德·卡尔（Fred Carr）领导，在1991年初倒闭。First Executive公司是德雷克塞尔·伯纳姆承销的垃圾债券的大买家。在垃圾债券价格下跌后，First Executive公司在1989年第一季度宣布亏损8.36亿美元，并在几个月后申请破产。这是历史上最大的保险公司倒闭案例。First Executive公司出售“保费消失”人寿保险。该公司声称会将保险费进行高效投资，这样在经过一段时间之后投保人将不再需要支付保费。保费消失保单是通过“例证”的方式来宣传出售的，但例证中假设的市场表现有时没有合理的基础。例证用两位数的回报率作为计算基础。保单持有人后来大量提起诉讼，声称并没有被告知如果没有获得预期收益，则保费将不会消失。First Executive公司的另一类产品是担保回报投资合约的一种变体，即市政债券担保的投资合约（GIC）。根据这些合约的条款，First Executive公司担保将向通过发行市政债券募集得

到资金提供约定的收益率回报，直到这些资金被用于募集时声称的用途上。Muni - GIC 产品允许地方政府用低利率发行债券，然后把募集所得资金放在 First Executive 公司的 GIC 中，通过其垃圾债券投资组合获得更高的回报。结果是，购买了这些 muni - GIC 合约支持债券的投资者相当于购买了垃圾债券而不是市政债券。当垃圾债券市场暴跌时，这些债券的价值下降了 80%。

诈骗

国民遗产人寿保险公司倒闭了，三名被判处了 25 年徒刑的人从该公司骗走了数百万美元。其他倒闭的保险公司还有高层国民人寿保险公司和公平受益人寿保险公司。它们在 1994 年被清盘，一名行政长官被判入狱 15 年。AMS 人寿保险的首席执行官在其保险公司资不抵债后被判入狱 20 年。美国全民保险和钻石福利人寿保险倒闭。两名被告涉嫌诈骗这两家公司，其中一人被判入狱 10 年。

1999 年 6 月，联邦调查局开始调查控制了 7 家保险公司的马丁·弗兰克尔（Martin Frankel）的活动。他从其应该代表几家保险公司进行的投资中攫取了大笔的资金。随着调查的深入，弗兰克尔从他位于康涅狄格州格林威治市的家中失踪。与他一起消失的还有约 3.35 亿美元资金。弗兰克尔逃离了美国，随后展开了对他的全球追捕。在开始的几个月里弗兰克尔成功躲过了追捕，但最后还是在德国落网。弗兰克尔曾经利用阿西西基金会的圣弗朗西斯作为他的一些活动的封面。该基金会一直借用一些名人，例如电视广播公司的 Walter Cronkite，以及前克莱斯勒公司的负责人李·考科卡，来吸引捐款。这起混乱事件再次引发了对在州政府监管框架下不能对保险公司实施有效监管的担忧。路易斯安那州的保险监管也遇到麻烦。该州最后的三名保险专员中有两人被送往监狱，第三名在 1999 年也被起诉。

保险销售中的欺诈行为正在成为一个普遍的问题。众多的受害者中有乔·蒙塔纳（Joe Montana），这名足球运动员被兜售了一张伪造的残疾险保单，该保单被认为应该在受伤时为他提供保障。另外，1993 年 2 月，得克萨斯州的一家州法院判定纽约人寿保险公司犯有欺诈罪，判罚其向保单持有人

发放1 500万美元的惩罚性损害赔偿以及额外的损害赔偿。这是纽约人寿在其150 年的历史上第一次支付惩罚性赔偿金。其中，调查显示员工采用了“窗口处理”保单的做法，也就是说，通过伪造投标人签名，将定期保单转化为长期保单。纽约人寿保险公司最终支付了 6 500 万美元来达成和解。纽约凤凰城生活互助保险公司支付 1 亿美元与集体诉讼达成和解。康乃狄格州总人寿保险公司订立了一项预计将达 3 500 万美元的和解协议，涉及 130 000 名保户。另外一家就不当销售行为达成和解的是美国第二大保险公司——大都会人寿（MetLife)。该公司因为其不当作法而需要在佛罗里达州支付 1 亿美元。后来，大都会人寿同意就其保险销售中的欺骗性销售做法有关的其他诉讼达成和解。该和解协议给公司带来的成本可能会高达 17 亿美元。该协议覆盖了1982 年至 1997 年。约翰·汉考克人寿保险公司也被控进行了误导性的销售。该公司也正在就价值1 亿美元的和解协议进行谈判。1999 年 10 月，State Farm 互助汽车保险公司被判支付 7. 3 亿美元，因为其在结算汽车事故索赔中使用了比较便宜的通用汽车车身部件而非汽车制造商原厂的部件。美国保诚保险公司也受到监管机构的攻击。保诚公司后来支付了 6 200 万美元，用于与加利福尼亚州的投保人就其不当销售行为提起的诉讼达成和解。保诚还与针对这种不当销售做法的集体诉讼达成和解。该集体诉讼声称，成千上万的保诚保单持有人在终生人寿保单的销售中受到欺骗，保诚的保险代理人通过在保单条款上，特别是在消失保费型保单的条款上，误导客户和混淆保单类型来获得更多的佣金。到 1999 年，保诚为集体诉讼已经支付了超过 10 亿美元资金。但这一金额只占索赔规模的 40% 。保诚共拨出了 26 亿美元来解决这些索赔。保诚同意通过一项多州和解方案来解决其人寿保险的监管问题，并支付了3 500万美元的罚款。这是有史以来对保险公司开出的最大罚单。保诚另外还同意以约 15 亿美元的成本就对其有限合伙的诉讼达成和解。这些罚款和其他的一些问题导致了标准普尔下调了保诚保险的信用评级。

重建

1995 年，信用人寿保险的金额为 2 131 亿美元。信用人寿保险通常是在

债务人死亡的情况下为其支付债务的定期保险。简易人寿保险（丧葬保单）也仍在少量发行。在1995年，这些保单的平均规模为660美元。保费每周或每月支付给在保单持有人家庭收取保费的代理人。简易人寿保险的卖家称自己为“家庭服务”人寿保险代理人，充分反映了这种保险付款方式的特性。1994年，有69家蓝十字盾公司（Blue Cross – Blue Shield）在美国运营，为6 800万人提供保险。参议院的一份报告发现，蓝十字盾（医保）计划管理不善，员工经常进行奢侈的支出，例如为巴尔的摩棒球场的一个天空包厢花费30万美元。保险费用不断上升，导致了对许多人没有保险因而需要推行全国医疗保健计划的担忧。克林顿总统和他的妻子希拉里试图通过一项全国医保方案。但这一计划受到风暴般的批评，最后被迫放弃。在服务下滑的同时却出现了成本的急剧上升，有管理的医疗保险在美国面临危机。

Primerica于1989年12月收购了A. L. 威廉姆斯保险代理公司。这个人寿保险代理网络在20世纪70年代曾引起争议，其声称对于消费者而言，廉价的定期寿险要好于昂贵的终生寿险。A. L. 威廉姆斯的销售理念是“买入定期保险并将差额进行投资”。该公司的销售人员规模在美国排名第二，仅次于保诚保险。A. L. 威廉姆斯公司在佛罗里达州因涉嫌窥视竞争对手的不公平商业策略而被调查。因此，该公司的创始人亚瑟·威廉姆斯（Arthur Williams）不得不离开公司一段时间。20世纪80年代，威廉姆斯公司的代理人数达到了20万人。而在威廉姆斯离开公司后，这一数字下降到了85 000人。佛罗里达州的调查结果最终并未导致对威廉姆斯作出任何指控。Primerica开始重建销售队伍。到1994年，在全国有11万名代理商，他们大多是兼职人员。Primerica在1993年购买了旅行者保险。后者公司因房地产投资出现问题而遭遇财务困难，并不得不为石棉和其他环境保险上的支出增加3.25亿美元的财产和意外险储备金。旅行者从Primerica收到了5.5亿美元的资本金注入。在被Primerica收购后，旅行者公司解雇了5 000名员工，以恢复盈利能力。

在另一项重组工作中，大都会人寿保险公司和旅行者公司宣布将合并其医疗保健业务，成为一家为1 300万人提供保险的新公司。被Primerica Travelers收购并没有消除保险业内对A. L. 威廉姆斯公司的敌意。1995年至1997

年，美国人寿保险商协会因其与 Primerica 的联系，禁止旅行者人寿保险在行业年度大会上进行展示。旅行者和 Primerica 一个附属公司国民福利人寿保险公司，在 1995 年被纽约州的保险监管机构罚款 50 万美元，因其使用误导性的销售材料。但这只是些小烦恼。Primerica 公司已经成为金融巨头，它是保险业销售额最大的机构，而它拥有的美邦（Smith Barney）公司经纪业务有超过 400 万名客户，在其 500 间办公室里有 11 000 名经纪人工作。

保险业增长

尽管不断遇到麻烦，但美国的人寿保险公司资产规模仍然达到了天文数字。1982 年，保险公司的资产规模为 7 000 亿美元，超过了全国前五十强企业的估值。保险业的资产在 1988 年为 1.75 万亿美元，而 1995 年则达到 6.1 万亿美元。保险公司的投资构成也在改变。1995 年，保险公司的按揭贷款占比为 9.9%。这是自 1890 年有该记录以来最低的百分比。1998 年，肯塔基州和明尼苏达州允许人寿保险公司投资股票资产的比例最高达 20%。在阿肯色州、俄亥俄州和印第安纳州，这一限制为 10%。

1992 年，每三名成年人中的两名，十个家庭中的九个，会拥有某种形式的人寿保险。1995 年，人寿保险的有效保额为 125 770 亿美元。平均每个家庭的人寿保险金额为 124 100 美元。到 1996 年，总共有 1.54 亿名美国人受到某种形式的人寿保险的保护。但也并不全是好消息。虽然 1975 年至 1995 年有效保额规模有所增加，但在 1993 年至 1995 年，人寿保险购买者的数量增长较慢，甚至有所下降。新增人寿保单数量从 1993 年约 1 800 万减少到 1997 年的 1 110 万，减少了 37%。终生寿险的销售额大幅下滑。定期保险在 1954 年仅占人寿保险的 16.2%。40 年后，定期寿险占到人寿保险的 48%，高于上年同期的 38%。但终生寿险后来又登上舞台。1996 年普通终身寿险的有效保额为 7 万亿美元，比过去两年增加 10.4%。而终身寿险在 1997 年甚至占到人寿保险 66.3% 的比重。大部分人寿保险（1995 年为 68.8%）是个人购买的，而不是通过团体险来购买。

保险产品

人寿保险公司的产品基础正在发生变化。保险公司开始销售“万能”保险产品。这类产品比传统的终生寿险提供了更大的灵活性。万能人寿保险这类产品旨在解除寿险的死亡率成本与保单价值的利息和费用支出之间的固定关系。这样可以让投保人灵活更改缴纳保费的金额或时间。根据其支付水平，这些合同中有一些是定额死亡保险金，有一些是可变死亡保险金。如果没有及时支付保费，当现金价值下降到零时，该保单则会失效。万能人寿保险成为受欢迎的产品，市场份额从 1981 年的 2% 上升到 1985 年的 38%。

变额保险是另一种新产品。它允许投保人将保费进行投资，从而可以提供比传统的终生寿险获得更高回报率的机会。这类产品的保额从 1985 年的约 68 亿美元增加到 1995 年的 836 亿美元。最初的变额人寿保险设定了固定的保费和不能低于特定金额的固定的死亡保险金，但死亡保险金会根据投资回报率的上升而增加。该保单的现金价值取决于在独立账户中持有资产的投资业绩。该保单的现金价值可能会下降到零或负值，也可能会增加，变化幅度与该账户的投资表现一致。弹性保费变额保险或万能变额寿险具有万能寿险的灵活特征，死亡保险金会根据保险合约随着资产投资表现的变化而变化。团体万能寿险于 1985 年推出。这类产品有团体定期寿险的条款，同时也有现金累积的特征。在这类保险计划之内，将向雇主发出一份主保单，而雇员则支付保费并收到相应的保险保障凭证。这类产品允许参与者自主选择投资方式，参与者可以明确规定将保单的现金价值进行何种投资。

在 1998 年，约有 110 家保险公司提供了超过 260 种不同的变额年金产品。到 1995 年，约有 1 280 万人有变额年金计划。其中，保险公司发行了 290 万份个人年金，比 1994 年减少了 130 万份。这些年金大部分是延期年金。一些变额年金一旦开始支付就会保证支付一份固定的收益。该支付收益的大小取决于其所投资独立账户中累积的单位价值。其他变额年金支付的收入额则是变动的，会随着独立账户中投资资产的市值变动而变化。也有一些变额年金提供了固定和变额收入的组合。

随着税法的变化，降低了作为其竞争者的投资的资本利得税，从而导致变额年金的吸引力下降。尽管如此，保险公司更加注重变额年金的销售意味着它们已经变得更像共同基金或股票经纪商。这种潮流随着寿险公司从其健康险、财产险和意外险业务板块中分化出来而更加明显。在 20 世纪 90 年代，多业务线的保险公司面对大额损失，不得不卖掉那些不盈利的业务。那些被卖掉的保险业务中包括：美国保诚人寿、大都会人寿和旅行者保险。因为变额保险产品是证券，所以保险行业也要受 SEC 监管。保险公司为像变额年金和变额寿险等以证券为基础的产品设立“独立的”账户来持有储备资产，在 1995 年时这些独立账户中持有的资产超过 4 000 亿美元。这一规模较 1994 年上升了 30%。这些资产中普通股占比超过 60%。在美国保诚保险公司诉 SEC 一案中，一家联邦上诉法庭认为为变额年金合约设立的独立账户是独立于保险公司的法律实体，这意味着这些账户应该按照投资公司来监管。[①] 但 SEC 豁免了保险公司不必因这项监管要求而受到太多影响。但 SEC 也对保险公司向零售客户销售证券的业务设定了必须达到的标准。美国心诚保险的一家附属机构因为在销售变额寿险中使用欺骗性销售的做法而被 NASD 罚款 2000 万美元。

保险业就业情况

人寿保险业在 1995 年为 2 238 000 人提供了就业机会，其中 1 541 200 人在家里办公，另有 696 800 人为保险代理人、经纪人及保险服务人员。有人表示担心：独立保险代理人“可能会走上挤奶者的道路。”[②] 保险代理的利润出现下降导致其数量急剧减少。在 50 年代中期，美国有大约 8 万个独立保险代理商。该数字在 1983 年下降至 7 万个，然后于 1992 年下降至 4. 1 万个。这些保险代理商的业主开始变老：保险代理商业务的平均年龄为 56 岁。

---

① *Prudential Insurance Company of America v. Securities and Exchange Commission*, 326 F. 2d 383 (3rd Cir. 1964), *cert. denied*, 377 U. S. 953 (1964).

② John R. Wilke and Leslie Scism, "Under the Gun: Insurance Agents Fight an Intrusionby Banks, But Other Perils Loom," *Wall Street Journal*, August 8, 1995, p. A1.

对独立的或经营总代理模式的保险代理人的使用是国会批评的对象。一个国会委员会小组在 1990 年指出：

保险公司使用经营总代理模式（MGA）来代表它们开展保险业务是一种非常危险的行业做法。在最坏的情况下，保险公司将其业务全权交授给经营总代理 MGA，授权代理人承保业务、界定公司责任和处理索赔，MGA 甚至还以公司的名义对自己承保的业务安排再保险。这样一种进行完整权力授权的模式本身就是非常危险的，而同时 MGA 的佣金还是由他们承保的业务量来计算的，这将问题搞得更加复杂。①

独立保险代理人反对在 1996 年和 1997 年对《格拉斯—斯蒂格尔法案》的改革。他们认为银行可能将其业务扩大到保险是对其存在空间的另一种威胁。独立代理人已经面临来自保险直购的竞争，这种方式允许消费者从保险公司直接购买保险，而不必向居中的代理机构支付费用。美国国际集团是在 20 世纪 90 年代中期销售商业保险的领导者，正在放弃使用代理人而倾向于使用代表客户的保险经纪人。经纪人的报酬低于代理人。经纪业务规模最大的是 Marsh&McLennan，该公司为美国国际集团和其他保险公司提供保险业务。另一家大公司是 Aon。有人担心商业保险的保险经纪人的收费会导致它们提供的保险费率高于其他方式提供的保险费率。

独立保险代理人的下降速度在 20 世纪 90 年代中期开始逐渐平缓。全国互助保险公司正在大量注册独立代理商。但还有另一个威胁。正如一位作家描述的那样，“我们正在目睹名义上的‘人寿保险代理人’的消亡，因为这类代理人现在被称为‘财务策划人。’”② 这是因为开始交叉授予保险代理人和证券经纪人职业资格。保险公司在发展证券业务，而经纪商同时也在发展保险业务。大都会人寿在 1998 年 10 月宣布，将使用北卡罗来纳州的 Raleigh 公司，来测试营销一种新型的财务规划服务，而 Fulcrum 金融咨询顾问公司

① U. S. House, Subcommittee on Oversight and Investigations of the Committee on Energy and Commerce, *Failed Promises*: *Insurance Insolvencies*, 101st Cong. , 2d sess. , 1990, p. 10.

② Howard J. Saks, “Merging of Life Insurance and Securities Industries Accelerates,” p. 326.

(一家隶属于大都会人寿和新英格兰金融公司的机构)负责提供该项服务。这家新机构将向客户提供所得税规划、按揭贷款以及投资规的建议。另外还有一个威胁是来自互联网。Allstate 保险公司于 1999 年 11 月宣布，将通过互联网和电话直接向消费者出售汽车和家庭保险。该公司表示还将因此而削减4 000个工作岗位。一些互联网公司帮助消费者在网上购买保险。其中提供的一项服务允许消费者对比 50 家主要保险公司的产品，以便找到最好的产品。这让消费者可以进行价格比较。

保险公司自身也曾参与过一些非常规的融资。美国保诚保险公司在 1998 年向 CAK Universal Credit Corp. 提供了 2 亿美元资金，让其向音乐家提供贷款。这些贷款将由未来售出作品的收入来偿还。保险公司还在 1998 年出售一种股票指数年金。该产品保证在股市下跌时仍能提供最低回报并保护投资者的本金。而投资者仅能获得相关指数(通常为标准普尔 500 指数)增长收益中的一部分。但其中一些指数年金也会 100% 地支付标准普尔全部的收益回报。美国公平人寿保险协会设立了一种收费的财务规划项目，该项目将金融产品批发分销网络和多基金经理管理的共同基金变额保险产品打包在一起。

兼并和非互助化

1995 年，保险业共发生了 86 起兼并收购事项，总价值达 180 亿美元。其中一项交易是 CNA 金融集团收购大陆集团，涉及金额11 亿美元。旅行者集团购买了 Aetna 寿险和财产险公司的财产和意外险部门。还有一笔是杰斐逊飞行员公司对亚历山大·汉密尔顿人寿的收购。1998 年 12 月 10 日，Aetna 宣布达成对保诚保险的医疗保健业务价值 10 亿美元的收购。这使 Aetna 成为美国最大的健康保险公司。公司将向十分之一的美国人提供医疗保险和服务。1999 年 6 月，劳埃德银行宣布，正在支付 111.3 亿美元购买苏格兰孤寡基金和人寿保险公司，后者成立于 1815 年，当时是为了给在拿破仑战争中丧生的士兵家属提供保险服务。Chubb 公司于 1999 年 2 月收购了 Executive Risk 公司。CNA 金融公司在 1994 年购买大陆集团后，拥有 20 000 名员工，成为美国的第三大财产和意外险保险公司。该公司主要由 Lowe 公司所有，是美国“1998 年

时的金融业巨头”。[①] CNA 金融集团在 1999 年遇到了困难。它削减了部分工作岗位，并将其部分业务以 12 亿美元出售给 Allstate 公司。1999 年 9 月，大都会人寿宣布将以 12 亿美元收购美国 General 人寿保险公司。美国 General 寿险公司曾利用被称为融资协议的产品来发展业务。根据这些协议，保险公司同意挂钩某个金融指数来提供收益回报。美国 General 公司在这些合约上遇到了麻烦，因为这些资金经过通知后在短时间内就可以被赎回，但保险公司已将这些所得款项投入了长期投资产品。

1995 年，互助人寿保险公司占美国全部有效寿险保额的 35% 以上，其余的保单份额则由股份制的寿险公司发行。互助的组织形式限制了这些保险公司募集资金的能力。1988 年，纽约通过立法，允许互助人寿保险公司转换为股份公司，以获得额外的资本。Equitable 公司需要补充资本，因为它在担保投资合约上亏损了 15 亿美元。Equitable 公司从法国的一家保险公司 Axa S. A 集团获得了 10 亿美元的资本，并在 1992 年进行了非互助化改制以募集更多的资本。这将成为行业的一个趋势。保诚在 1998 年宣布，它计划从由保户持有的互助保险公司转变为一家公众持有的公司。当时，保诚拥有 2 600 亿美元的资产，是全美最大的人寿保险公司。而在此之前的 1997 年 9 月，纽约互助人寿保险公司也曾宣布将从互助人寿保险公司转变为公众持有的公司。该公司当时已经有 150 年历史。其他几家互助保险公司也开始转型为股份公司，以能够增加资本。1998 年，有 130 年历史的大都会人寿宣布将转变为公众公司。大都会人寿计划通过公开发行股份募集 50 亿美元完成非互助化转变。这将是金融服务公司历史上规模最大的股票发行。互助保险公司的重组有时候对持有人是不利的。而且转换也引发了其他的问题。1999 年，纽约互助人寿保险公司（MONY）因出售消失保费保单而接受 SEC 调查。SEC 在 MONY 从互助机构转变为公众公司之后开始启动调查。因为在公司的结构完成转换后，SEC 才获得对其管辖权。20 世纪 80 年代，MONY 公司在房地产等领域也曾进行了失败的投资。

---

① “A Wobble Down Wall Street,” *The Economist*, *August* 8, 1998, p. 24.

20 世纪 90 年代，大型保险公司开始将总部搬到百慕大，以获得那里的低税优势。转移之后每年可以为它们整体节省约 70 亿美元税收支出。通用电气收购了两家德国的再保险公司，一家法国消费金融公司以及波兰和德国的银行，而且在英国也收购了一些权益。此外，通用电气在美国还收购了年金和人寿保险业务。Provident 公司在 1998 年 11 月宣布与 UNUM 合并，估值 52 亿美元。这次合并将创造美国最大的工人伤残保险公司。CMAC 同意在 1998 年 11 月通过股价互换的方式按照估值 6.467 亿美元收购 Amerin。这将创造美国第二大的按揭贷款保险承保人。1998 年 5 月林肯国民以 10 亿美元的价格收购了 Aetna 的人寿保险业务。沃伦·巴菲特的伯克希尔·哈撒韦在 1998 年以 220 亿美元的价格收购了通用再保险公司（General Re）。而瑞士再保险（Swift Re）在以 18 亿美元收购了人寿再保险（Life Re）后，成为美国最大的寿险再保险公司。Conseco 是一家大型人寿和健康保险公司，它于 1998 年 4 月宣布，将为收购绿色金融公司（Green Tree Financial）支付 70 亿美元，后者专门从事移动房屋“次级贷款”放贷业务。合并后公司的估值约为 200 亿美元。但这一扩展金融服务领域的努力没能成功，公司在 21 世纪初不久就陷入了财务困境。

1997 年 8 月，瑞银与瑞士第二大保险公司 Winterthur 合并。Allstate 宣布在 1999 年 7 月以 9 亿美元的价格收购 American Heritage。另一个快速成长的金融巨头是苏黎世金融服务公司，该公司在 1998 年拥有 3 750 亿美元的资产，在 50 多个国家为 3 000 万名客户提供服务。它主要是一家保险公司，但也提供其他金融服务。纽约人寿保险公司于 2000 年 3 月宣布，将 8 家面向零售客户和机构客户的资产管理单位合并为一家子公司，合并而成的新公司管理资产规模达到 1 300 亿美元。这一举措是为了更好地与共同基金竞争。1999 年底，Aetna 将其业务划分为健康保险和金融服务。此后，来自荷兰 Well Point 的 ING 金融集团对这两项服务的分别提出单独的收购建议。但 Aetna 拒绝了这些提议，并宣布将彻底分割其金融服务和健康保险业务。

遍及美国社会各阶层的一种保险形式是退休计划。1992 年，有 88 621 项固定福利养老金计划在运作，同时运作的还有 619 714 项固定缴费养老金计

划，后者有 4 270 万名参与者。到 1995 年，在社会保障之外，美国有一半的工人和四分之三的政府雇员都享有某种形式的退休计划。1995 年，由保险公司运作的养老金计划覆盖了约 6 540 万名美国人。那时，有 1.13 亿美国人符合条件可以享受社会保障福利。德国的再保险公司汉诺威再保险在 1998 年宣布，计划发行以寿险保单为支持资产的债券。“这些公司和产品将带来影响，让保险和投资银行之间的区别变得越来越模糊。”① 银行也进入保险市场，与保险代理商以及保险经纪之间展开竞争。1986 年，美林公司甚至组建了自己的人寿保险公司，美林证券人寿保险公司。这凸显了一种现象，机构正在横跨所有的金融服务业务。正如一位作者描述的那样：

> 有一个相对简明的“边界”界定了保险公司、银行和证券公司可以做什么。每个行业都在其内部进行运作——保险公司出售保险，银行吸收存款，证券公司买卖股票。而在今天的世界，保险和证券公司都有类似于银行存款的金融工具。在许多国家，银行已经接管了保险公司和证券公司，现在也可以提供这些非银行金融服务。所有这三类机构都运用本企业拥有的广泛金融知识和技术，在全球范围内积极销售各种专业的金融产品。②

银行保险

有多个州多年来一直允许本州持牌银行为其客户提供保险服务。联邦发牌的银行的保险业务一直被严格管制，直到 1990 年货币监理署裁定保险销售是附属于银行业务的。这包括了信用保险、工人伤残保险和产权保证保险。银行利用《国民银行法》的漏洞，授权国民银行作为代理人在 5 000 人口以下的社区出售保险。即使这些银行的主要办公室实际位于一个大城市之内，监理署也允许它们在这些小社区内经营保险代理业务。法院进一步认定，位于少于 5 000 人口的小城镇的国民银行办公室可以向全国范围内的客户出售保

① “An Earthquake in Insurance,” *The Economist*, February 28, 1998, p. 73.

② Bruce Zagaris and Scott B. MacDonald, “Money Laundering, Financial Fraud, and Technology: The Perils of an Instantaneous Economy,” p. 67.

险。监理署官员还认为其他一些保险和年金业务也是附属于国民银行的银行业务的，这包括信用人寿保险。监理署认为，产权保证保险和市政债券保险在功能上等同于备用信用证，还允许银行从事按揭贷款再保险业务。

1995 年，最高法院在国民银行诉变额年金人寿保险公司案中裁定国民银行可以出售固定利率和可变利率年金，这进一步推动了国民银行更加努力进入保险行业。[①] 法院认为年金是投资而不是保险。最高法院在马里恩郡巴尼特银行诉尼尔森案中认为，各州制定的法规不能限制国民银行出售保险。[②] 有关的立法是由几个州曾经制订的《反附属机构法》，这些立法旨在阻止国民银行成为那些在本州内销售保险的机构的附属公司。1995 年至 1998 年，允许国民银行提供保险业务的州的数量从 22 个增加到 40 个。还有其他几个州允许银行出售年金或保险，但有一些限制。随着限制的消除，银行大规模涌入保险业务。1991 年，银行出售了 3 亿美元的一般终生寿险和健康保险。这一数字在 1994 年增加到 36 亿美元。到 1996 年，大多数银行都在销售某种形式的人寿保险产品。银行的年金销售额在 1987 年约为 40 亿美元。到 1994 年，这一数字增加到 164 亿美元。1995 年，银行占美国年金市场的份额为 20%。而到 1997 年，银行出售了保险业年金的 25% ~ 30%。1996 年，北卡罗来纳州第一联盟银行的销售的年金超过 10 亿美元，较 1993 年的 3 000 万美元大幅增长。

第 3 节 银行业的增长

银行产品

20 世纪 90 年代中期以前，许多大型银行的非利息收入已经占到其全部收入的三分之一到一半以上。这反映了竞争加剧和不断扩大的产品基础。银行监管机构认为与商业银行业务密切相关的活动包括：信托公司职能，担任投

① *NationsBank v. Variable Annuity Life Insurance Company*, 513 U. S. 251 (1995).

② *Barnett Bank of Marion County, N. A. v. Nelson*, 517 U. S. 25 (1996).

资或财务顾问，动产或不动产租赁，担任与信用拓展相关的信用人寿保险和信用事故险和健康险的承保人，为银行和金融机构间交换支票、商业票据和文件等提供快递服务，向非附属银行和非银行存款性机构提供管理咨询建议，发行汇票、出售旅行支票和储蓄债券，进行房地产价值评估，作为中介机构安排商业地产股权融资，提供证券和经纪服务、个人退休账户以及现金管理服务，美国和其他政府机构债务工具的承销和交易，通过附属机构作为期货佣金商人，提供税务筹划和筹备服务，提供支票担保服务，经营逾期应收账款代理托收业务，运作征信所。

银行可以“出售股票和债券，提供兼并和收购咨询，调制新的金融产品和交易”。[①] 银行可以出售众多金融产品，包括美国国债和资产支持证券、市政证券、公司债券、公司股票、金融衍生品和贵金属期货。银行还可以作为私募发行的代理人，发起封闭式投资基金，并提供回报挂钩于股票表现的存款账户。其他的银行及其附属机构的活动还包括：欧洲美元交易、信托投资、自动投资服务、红利再投资服务、财务咨询、互换和其他场外衍生品交易，以及提供研究服务。银行仍然是影响外汇市场的主要因素。银行产品基础的扩大是由市场力量驱动的。银行不能再仅仅依赖存贷款业务作为主要收入来源。到 1993 年，共同基金持有的资金已经超过了商业银行存款，这个事实进一步强调了银行不能仅依靠传统业务的必要性。

银行通过建立自己的共同基金业务来应对共同基金的威胁。在 1987 年底，以某种方式与银行联系在一起的共同基金超过 200 只，但这还不到共同基金数量的 10%。到 1992 年底时，银行系基金的数量已增至 884 只。截至 1993 年，1/3 的共同基金已经是由银行出售的。在20 世纪90 年代，商业银行可以作为代理人直接向客户出售共同基金，或者建立独立的经纪附属机构代销共同基金份额。此外，银行还可以向共同基金客户提供投资咨询服务。后来，在其他机构的共同基金之外，银行还提供“自有品牌”的共同基金。这些活动很快引起了监管部门的关注。货币监理署、美联储、联邦存款保险公

① Timothy L. O'Brien, “Chase's Global Pit Boss,” *New York Times*, p. D1.

司和储蓄机构监管办公室于1994年发布了一份机构间声明，旨在管理金融活动中的非存款类金融产品，包括对共同基金份额和年金的销售。该指令要求银行明确有关出售投资产品的政策和程序，并要求与该类产品的第三方供应商签订书面协议。还要求银行必须履行披露义务，以及满足其他客户保护条款。

成立于1987年的康科德控股公司，负责为银行管理和分销共同基金。它在1993年处理了超过360亿美元的资产。有16家类似的公司为银行运营共同基金业务，以规避《格拉斯—斯蒂格尔法案》对银行承销活动的禁令。纽约的化学银行公司与波士顿的Liberal财务公司合作设立一家新公司，将聘用230名经纪人向化学银行的客户出售共同基金和投资产品。Liberal财务公司是Liberal互助保险公司的子公司，后者拥有多家共同基金公司。在此次合资之前，化学银行已通过汉诺威基金出售了36亿美元的共同基金资产。而由富达投资公司向化学银行的客户出售共同基金的另一项合作计划未能成功。

梅隆银行收购了德雷福斯共同基金，并成为最大的共同基金银行经理，也是美国第二大资产管理公司。共同基金富达投资是第一大资产管理公司。国民银行公司宣布，在其共同基金组合现有的28只共同基金之外还将再增加11只。1993年，北卡罗来纳州的First Union银行收购了Lieber公司，该公司是规模22亿美元的长青基金的经理人。First Union将培训2 600名员工来出售共同基金。该银行于1996年宣布，计划在2000年实现1 000亿美元的共同基金资产销售额。在监管政策改变允许银行直接出售共同基金后，花旗银行也开始出售一系列的共同基金。

银行在证券业务的其他领域也有所扩展。First Union宣布计划到1993年底将其股票经纪人数量翻倍，增加到225人。巴尔的摩的Legg Mason公司于1992年12月开始通过银行进行投资产品的销售。1993年3月，国民银行宣布购买芝加哥研究与交易集团有限公司，后者是期权交易商和国债一级交易商。像券商一样，银行也在寻求从自营交易业务中获得收入，这包括买卖美国政府证券的看跌和看涨期权。化学银行1993年财报中以自营交易活动为基础的业务收入达到10亿美元。美洲银行从交易活动中获取得利润已经超过了贷款

活动。银行家信托从自营交易中收益6亿美元。

1993年，排名领先的场外衍生产品交易商是：化学银行、花旗集团、银行家信托、法兴银行、摩根大通以及瑞士联合银行。银行衍生品交易的名义金额合计高达14万亿美元。银行间信托公布其1994年第一季度利润中70%来自衍生产品。在某一时点，银行家信托的收入中超过50%来自衍生品交易，尽管当信托银行被在这些交易中遭受巨大损失的客户起诉时，其中部分利润被冲销。1997年，花旗集团的主要利润都来自新兴市场。证券化成为那些复杂的企业融资的标志语言。这是银行业全身心投入的活动。这类融资方式最早起始于20世纪70年代的住房按揭贷款证券化，而且这类产品现在仍在证券化产品中占据主导地位。1991年，有超过1万亿美元的资产支持证券存量涉及家庭按揭贷款。1990年3月，花旗银行将14亿美元的应收消费款打包进行证券化后出售。1996年，国民银行将14亿美元的商业不动产抵押贷款进行证券化。以及将8亿美元的其他抵押贷款进行了证券化。为了提高某些借款人的信用资质还设计了复杂的结构安排。

另一类不断增长的贷款活动是贷款参与，即初始贷款银行向第三方参与者出售相关贷款的权益，将贷款打包成期限和责任不同的部分或等级之后进行销售。在1998年贷款需求开始下降，之前的1997年银团贷款规模达到1万亿美元。1994年至1995年，美国银行业在银团贷款中获得了高额利润。投资银行与商业银行之间的障碍继续被侵蚀。美联储于1994年批准了瑞士银行公司（SBC）收购期权和期货公司O'Connor&Associates全部资产和负债的申请。SBC还被授权开展证券和衍生品的相关活动，以及承销和交易各类债权和股权证券。这些非银行业活动将被隔离在SBC的20号子公司，并要求对其设置“防火墙”以确保独立运作。

《银行服务公司法》允许银行经营服务公司，来为银行业务和某些其他活动提供后台服务。货币监理署允许国民银行通过子公司开发住宅公寓。锡安第一国民银行被允许交易市政收入债券；《格拉斯—斯蒂格尔法案》传统上认为这是投资银行业务，禁止银行参与。货币监理署于1997年通过了规定，允许国民银行通过运营子公司来参与自身不能直接参与的活动。例如，国民银

行可以通过子公司来承销市政收入债券。货币监理署批准了 BancOne 的一项申请，允许其经营一家计划参与再保险业务的子公司，这等同于允许其进入保险承保业务。银行在陆续摆脱那些限制其开设分支行的枷锁，它们阻碍了银行在全国范围的扩张。20 世纪 90 年代初，仅有阿拉斯加、内华达州、纽约州、北卡罗来纳州、俄勒冈州和罗德岛州等少数几个州允许跨州开设分支机构。为了规避被称为"三十英里规则"的限制，国民银行可以通过将其总部迁移到州边界线，而同时保留原来的分支机构的方式来规避跨州扩张的限制。这种方式被多家银行使用，但在得克萨斯州受到挑战。更多的州开始消除对州外银行的限制，有时是在互惠的基础上。即使如此，在这些州设立州际银行通常仍然需要通过设立独立银行的方式来实现。

分支行和州际银行业务

20 世纪 90 年代中期，所有州都已经允许银行开设多家分支机构。然而，"没有一家商业银行机构真正建立起一个全国性的分支行网络。"[①] 只有 7 家机构同时在 10 个州以上的范围内开展商业银行业务。《1994 年 Riegle – Neal 州际银行业务和分支行效率法案》终于开启了州际银行业务。这一立法允许银行控股公司在任何一个州收购银行。允许银行开设州际分行，而不必在每个州开设一家独立的银行公司。各州可以选择参与或退出这一法案。有 48 个州选择了参与 Riegle – Neal 州际分支条款。只有得克萨斯州和蒙大拿州没有加入这些法规。后来在 1997 年，《1997 年 Riegle – Neal 法案修正案》规定，东道州可以在其本州法律的授权范围内对国民银行的州际分支机构进行监管。但具有讽刺意味的是，正当全行业都在致力于增设分支机构之时，First Union 的一名高管却在 20 世纪 90 年代中期宣称，银行业正在寻求逐渐取消用分支行等物理渠道来提供服务，而计划采用电子银行的方式来取代。这并非是不可想象的。自动取款机（ATM）已经散布于美国的各个地方。90 年代，杂货店成为银行中心最受欢迎的地点。富国银行于 1994 年开始运行 24 小时电话银

---

① John Spiegel, Allen Gart, and Steven Gart, *Banking Redefined: How Superregional Powerhouses Are Reshaping Financial Services*, p. 472.

行服务。

各州都在取消对银行业的限制。得克萨斯州在 1998 年投票通过允许银行提供二次按揭贷款服务。但依然存在一些不正常的限制。约有 15 家外资银行被授予了祖父权利，允许它们在美国承销证券。这让他们在与美国银行竞争时占有优势。银行和其他机构正在使用风险管理模型来评估其交易头寸的风险。这些模型中最常见的是在险值（VAR）模型。VAR 模型根据以前的交易事件来确定市场上未来可能发生的事情来计算风险。这类模型存在一些缺陷：例如，它们并没有提供市场发生巨灾下的情形分析。尽管如此，美联储仍然允许银行使用这样的 VAR 模型来确定其资本的充足性，而 SEC 则审查了这些模型在证券相关活动中的有用性。保险行业则早已采用了以风险为基础的方法来计算资本金需求，用于确定保险公司是否满足资本充足率要求。

公众利益问题

环保意识也在侵入金融领域。根据《全面环境影响赔偿和责任法案》，当贷款人的活动上升到参与管理层面之后，贷款人甚至需要负责对危险废物的清理工作。在不曾参与经营管理的条件下，该法规排除了贷款方持有房地产所有权而应负的责任，主要是为了保护其在房产设施中的安全权益。消费者在银行交易中也获得了更多的保护。《1996 年消费者信用报告改革法案》取代了大多数州设定的《信贷信息共享法》。这项立法要求，在基于与其他债权人共享信息的情况下，信贷提供者需要就消费信贷的不利决定提前通知消费者。1994 年，因为雪佛兰大通储蓄银行和 B. F. Saul 按揭贷款公司在考虑是否提供金融产品时会参考居民区的种族构成，监管机构对其进行了罚款。雪佛兰大通银行同意制订一项补救计划，将在黑人社区投放按揭贷款并开设自动柜员机。B. F. Saul 按揭贷款公司则同意在华盛顿特区的黑人社区投资 1 100 万美元。

《社区再投资法案》要求联邦银行监管机构在批准银行机构的合并事项之前需要评估其是否已经对低收入和中等收入社区的信贷需求提供了足够的服务。这项法案为社会活动家团体提供了大量口实，它们经常借此来抗议银行

在贷款活动中滥用权力。《1994 年 Riegle 社区发展和监管改革法案》旨在通过创建一个支持发展低收入区域金融机构的基金来改善社区发展现状。财政部被授权在从 1994 年开始的一个四年周期里，向这类贷款人支付 3.82 亿美元。这些贷款机构包括向穷人提供资金的社区信贷联盟和小额融资基金。在社区发展基金向阿巴拉契亚的穷人提供信贷中，阿巴拉契亚人民联邦信贷联盟提供了 575 000 美元。次级贷款人是处境不利者的另一个信贷来源。这类机构向高风险的借款人提供贷款，包括曾出现信贷违约的个人。当然，费用是很高的。一家公司收取的年贷款利率为 24.8%，还要加上额外的费用。次贷机构的业务中，包括发放无法获得政府按揭贷款担保资格的住房贷款，其中包括单笔超过 20 万美元的大额房屋贷款。一家次级汽车贷款人在美国有超过 300 家经销商。

银行之间的竞争

到 1992 年，94% 的保理业务由银行子公司完成。银行在消费金融方面面临更激烈的竞争。消费金融公司的资产近 8 000 亿美元。一位作者称，"主导者从旧时代的商业银行和投资公司转变为通用电气、日本电话电话和安联等新一代的非银行金融机构。"[①] 这是由于技术的变化和金融服务对消费者的重要性日益增加而导致的。通用汽车公司正在出售保险、发放贷款和提供抵押贷款。这种竞争产生了影响。1960 年至 1980 年，银行持有的金融资产份额总计约为 40%。到 1994 年，这一数字已经减少到了 30%。储蓄机构机构占有的比例在此期间则从 20% 下降到 8%。

通用电气公司（GE）是第一家估值超过 2 000 亿美元的公司。GE 拥有近 200 万名股东，其收入的 40% 来自金融服务。但成功是有代价的。Kidder Peabody 在被卖给潘恩·韦伯之前，给 GE 带来了 12 亿美元的损失。通用资本公司（GE Capital Corporation）是美国最大的非银行商业贷款机构，其年利润接近 50 亿美元。它还是美国最大的金融公司，在 1998 年 11 月覆盖了 28 类业务

---

① Zagaris and MacDonald, "Money Laundering," p. 68.

领域。这些业务包括房屋抵押、信用卡、再保险、设备租赁、企业融资和人寿保险。GE于1998年12月宣布，将其持有的价值45亿美元的威士公司和万事达公司的股权出售一半给由BancOne所有的First USA。这是重组的一部分，旨在使GE作为最大的百货商店和零售商专属信用卡发行商之一，能够进一步增强其实力。这个项目是与First USA合作推进的。专属信用卡发卡机构包括Home Depot，Lowe's，梅西百货（Macy's）和百思买（Best Buy）。BancOne在购买了First USA之后，于1997年成为美国第二大信用卡发行商。BancOne需要来自GE的信用卡业务。美林自1978年以来一直使用BancOne来处理其现金管理账户支票和信用卡服务，但美林最终购买了自己的银行来完成这些程序。

1996年，福特汽车公司每季度可以从汽车业务中赚取约1 500万美元。而与福特汽车信贷公司从其涉及近400万辆汽车的融资业务中获得的3亿美元相比，这一数字（给福特公司的整体利润）只会造成很小的变动。福特汽车信贷拥有超过1 330亿美元的资产，是最大的汽车金融公司。它是世界上最大的公司债券发行人之一。福特汽车信贷还出售持续发行的中期票据，并通过互联网出售商业票据，还曾炫耀说自己在1997年被评为“最专业的衍生品终端用户”。福特汽车信贷允许客户开立货币市场账户并在线访问其账户状态，并可以在实际购买汽车之前获得预先在线信用审核。

1997年，另一家大型消费金融公司Beneficial Corporation拥有170亿美元资产。该公司同时利用资产支持证券市场和“传统的”企业债券市场来获得资金。中期票据计划是Beneficial公司国内融资策略的中心。1997年，Beneficial发行了24亿美元的中期票据。20世纪70年代初，它开始在加利福尼亚州大规模发展二次按揭贷款业务，此后这仍然是该公司的主要产品。然而，在20世纪末当Beneficial公司开始寻求战略转型时遇到了困难。家庭国际（Household International），一家建立于1878年的大型金融公司，在1998年4月以一笔86亿美元的交易收购了Beneficial公司。

银行业的整合

银行的数量从1980年约14 000家下降到1995年的不到10 000家，后来

进一步下降到不到7 500家。这些统计数字反映出银行业的大规模重组是通过兼并来完成的。大多数的银行收购是友好的。在1984年至1998年，只发生了23起敌意银行收购事件。其中最引人注目的事件是1988年纽约银行收购欧文银行。化学银行于1991年在一起友好的交易中购买了汉诺威制造商银行，美洲银行在1992年收购了安全太平洋银行。后者是当时历史上最大的银行合并。在那一年，银行并购金额达240亿美元。银行并购狂潮产生了“超级区域性”银行。[①] 它们包括BancOne公司、第一芝加哥NBD公司、舰队金融公司、明尼阿波利斯西北公司、CoreStates、First Union、美联公司、富国银行，以及国民银行。BancOne的资产从1984年的91亿美元增长到1994年的889亿美元。BancOne从1984年至1990年在5个州进行了50多宗银行并购。1994年，BancOne雇用了近5万人，在12个州拥有超过14 000处营业网点以及1 900台ATM。这个银行帝国中囊括了超过69家银行。

国民银行在1995年是美国第三大银行公司，其资产从1984年至1994年从157亿美元增长到1 996亿美元。国民银行那时在9个州有2 000处分支行，是美国最大的分支行网络。该银行由休·麦考尔（Hugh McColl Jr.）领导，作为曾经的一名海军陆战队员，他在桌子上放置了一枚塑料手榴弹。麦考尔被称为“银行业的乔治·巴顿”，因为他的收购策略与第二次世界大战时的巴顿将军一样具有侵略性。国民银行是全国十大信用卡发行商之一。它有540万名信用卡客户，信用卡贷款余额为48亿美元。国民银行向南方生活杂志和埃克森美孚提供联名信用卡。国民银行、添惠和发现者公司共同提供收费卡。国民银行收购的机构包括C&S Sovran和克莱斯勒第一。后者是汽车制造商的非汽车消费信贷业务，其业务规模达到20亿美元。1996年，国民银行以16.9亿美元收购了亚特兰大的BankSouth公司。当年晚些时候，又以8.7亿美元收购了位于圣路易斯的Boatmen's Bancshares公司。国民银行的其他收购事项包括博卡拉顿的湾流银行、北卡罗来纳州的Bancshares、达拉斯的第一共和银行公司和巴尔的摩的MNC金融公司。1997年9月，国民

① Spiegel, Gart, and Gart, *Banking Redefined*, p. xiii.

银行公司与佛罗里达州的一家银行集团 Barnett Bank 达成超过 140 亿美元的收购协议。此次收购使得国民银行成为美国第三大银行，仅落后于花旗银行和大通曼哈顿公司。

First Union 同国民银行一样，总部设在北卡罗来纳州的夏洛特。1995 年，该行拥有近 1 130 亿美元的资产。First Union 在其董事长爱德华·克拉奇菲尔德（Edward Crutchfield）（又名 Fast Eddie）的领导下展开了并购战役。First Union 于 1995 年 6 月以 52 亿美元收购了 First Fidelity Bancorp。这帮助 First Union 在东北部地区打开了市场。1985 年至 1997 年 First Union 进行了 75 起并购，其中包括以 56 亿美元收购了新泽西州纽瓦克的 First Fidelity。1997 年，First Union 以 32.5 亿美元收购了位于弗吉尼亚州里士满的 Signet Banking 公司。它还收购了 CoreStates Financial Corporation，当时是银行业历史上最大的收购，收购价格超过 170 亿美元。First Union 通过系列收购而成为美国第六大银行。另外一家金融巨头是北卡罗来纳州 BB&T 金融公司，它既是一家银行控股公司，也是一家储蓄和贷款控股公司。1991 年，其资产达到 62.3 亿美元。

1995 年，银行并购交易总额达 450 亿美元，涉及约 300 起收购事项。不断增大的银行规模引起人们的担忧。一位国会议员在 1994 年指出，美国十大银行数万亿美元的业务总额已经超过了美国国民生产总值（GNP）的两倍之多。1995 年上半年，发生了美国历史上四起最大的银行收购事件。它们是旗舰金融和 Shawmut National、First Union 和 First Fidelity、First Chicago 和 NBD，以及化学银行和大通曼哈顿。大通曼哈顿和化学银行的合并形成的机构资产规模近 3 000 亿美元。合并完成后，大通曼哈顿成为美国最大的银行。其他合并案例还包括：克利夫兰国民城市银行收购了匹兹堡的 Integra 金融银行，辛辛那提 Fifth Third Bancorp 与肯塔基企业银行合并①，以及安全太平洋并入美洲银行。

① "Finding the Right Chemistry," *The Economist*, September 2, 1995, p. 67.

外国银行业和金融业

外国的银行业出现困难。Credit Lyonnais 在 1992 年至 1994 年损失超过 40 亿美元。拥有该银行的法国政府不得不持续向其运营投入资金。到 1997 年，Credit Lyonnais 已成为历史上最大的银行业灾难之一，损失估计高达 300 亿美元。1995 年发现，日本大阪的大和银行纽约分行的高级官员在过去 11 年内在未经授权的情况下在持续交易美国国债，并导致亏损 11 亿美元。美联储发现银行内部缺乏有效控制，大和银行及其纽约分行也未能及时向监管机构通报其发现的这一问题。1995 年 11 月 1 日，大和银行同意发布指令终止美国银行业务。该银行承认对其违反《美国银行法》的指控，并支付了 3.4 亿美元的罚款。

因为一家本来应该作为委内瑞拉石油和矿产期权的托管银行的瑞士银行出现倒闭而导致损失，纽约法院命令瑞士的一个州向纽约的一家投资者支付 1 250亿美元的损失赔偿金。这在瑞士引起了相当大的震惊，但是该项裁决后来被搁置没有执行。电脑犯罪正在攻击银行。1994 年 6 月至 10 月，一名俄罗斯黑客入侵了花旗银行设于华尔街的中央电脑，并将花旗银行多名客户账户中的 1 000 万美元转移到了他在加利福尼亚州和以色列为其本人及其同伙开设的账户。1996 年，花旗银行由于前墨西哥总统的兄弟 Raul Salinas de Gotari 在该行存款超过 1 亿美元而接受反洗钱活动调查。

1991 年 6 月，布雷顿森林会议会场所在的酒店通过罚没财物拍卖而售出。其主要债权人是一家储蓄银行。布雷顿森林协议已经分解，这推动了始于 1979 年 3 月的为建立欧洲联盟单一货币而进行的种种努力。《马斯特里赫特条约》在 1991 年 12 月宣布了统一货币的时间表，并提出创立一家中央银行。为了使货币统一进程顺利进行，条约还设想应该设置一段汇率转换的缓冲期。并设计出一种汇率机制（ERM）来维持各参与国货币之间的汇率稳定在一个狭窄的范围内，以便各个汇率之间可以逐渐趋近。还设立了欧洲货币研究所来协调经济政策和规划货币联盟。该协议的下一阶段将于 1999 年 1 月开始，到时欧盟各参与国之间的相互汇率要固定下来，并开始采用相同的货币政策。

在签订《马斯特里赫特条约》之后，统一欧洲货币的努力曾遭遇挫折，因为投机者破坏了 ERM 下的汇率融合计划。为了稳定货币汇率，欧洲国家花费了 1 330 亿美元，但仍然无法匹配投机者调动的巨量金融资源。在 ERM 机制下，要求英国将汇率稳定在 1 英镑兑换 2.95 德国马克，但经济问题破坏了努力的效果。1992 年 9 月，被《商业周刊》标榜为“能够推动市场的人”的乔治・索罗斯（George Soros）和其他投机者开始卖空英镑。索罗斯卖空了价值 100 亿美元的英国货币，并在 ERM 汇率机制危机期间赚了 20 亿美元。高盛也从英镑的下跌中赚了约 2 亿美元。1992 年 9 月 15 日，英国退出 ERM 机制。同时，意大利里拉也遇到麻烦。这引发了金融危机。其他欧洲国家不得不扩大了允许货币波动的幅度。汇率允许波幅从 2.25% 扩大到 15%。但这些问题只是暂时的挫折。1998 年 5 月，欧盟的 15 个成员国同意采用一种货币，在 1999 年开始引入“欧元”。并将在 2002 年全面发行使用新的硬币和钞票。

欧洲复兴发展银行和欧洲投资银行是两家寻求在全球金融领域发挥作用的欧洲机构。欧洲投资银行是根据《罗马条约》而创设的。欧洲复兴发展银行在苏联解体后建立，旨在协助中欧的重建。在总统候选人被刺杀后，1994 年在墨西哥爆发了另一场危机。克林顿总统宣布了一项 50 亿美元的救援计划，将由美国、IMF、国际清算银行、加拿大和其他一些国家共同执行。贸易关系也在不断演变，全球似乎分裂为数个贸易联盟。1988 年美国和加拿大之间签订了《加拿大自由贸易协定》，旨在建立一个自由贸易联盟来对抗欧盟。1993 年《北美自由贸易协定》签署，将墨西哥加入了美国和加拿大的自贸区。众多的其他国家也开始形成类似的团体，其中包括：加勒比共同市场（Caricom）、拉美国家南方共同市场（Mercosur）、东非和南非共同市场（COMESA）。

经过 7 年谈判之后，关贸总协定（GATT）的乌拉圭回合达成协议。该协议创建了世界贸易组织（WTO）来监管 GATT 的实施。美国曾在第二次世界大战后提出类似的提议，但当时被各国拒绝。新的世贸组织为成员国之间解决贸易争端提供了一种机制，根据有约束力的协商办法来降低关税。然而，在尚未采用争端解决程序之前，却因牛肉激素、香蕉进口以及生态保护等问

题而爆发了贸易战，给世贸组织带来威胁并导致其几乎破裂。1999 年在西雅图举行了新一轮的关税协商会议，但反全球化的抗议却中断了这次会议。

美联储

美国联邦储备银行在 1996 年持有超过 4 500 亿美元的资产。美联储因其太大、太贵和效率低下而受到攻击。该机构在那时拥有 25 000 名员工，拥有 47 架 Lear 喷气式豪华飞机及其他飞机。区域储备银行是名副其实的宫殿。联邦公开市场委员会按照惯例每年在华盛顿特区举行八次会议来确定经济政策，这将会对证券价格以及信贷成本产生广泛的影响。直到 20 世纪 80 年代之前，美联储一直依靠 M1 货币供应量数据来确定货币政策。然而，当银行开始向支票账户支付利息时，M1 出现加速增长。这导致了 M1 与经济之间的关系开始脱离。美联储于是转向跟踪包括了储蓄账户的 M2 指标。然而当利率下降，存款人从储蓄账户中提出资金时，该指标也开始失去了效用。1993 年，美联储主席格林斯潘宣布，M2 将不再被美联储用作衡量经济状况的指标。这似乎也标志着政府开始放弃依赖货币供应量作为基础来决定经济增长。

第 4 节　金融市场的繁荣

美国经济很快从 1991 年的经济危机中恢复过来，并且在那之后迎来了一段繁荣时期直至 20 世纪末。道琼斯指数在 1995 年 2 月超过了 4 000 点，并且在 11 月触及 5 000 点。虽然道琼斯指数在其设立 100 周年的 1996 年下跌了 53 点，但该指数从 1896 年创立时的 48 点在 100 年间增长到了 6 000 点。随后道琼斯指数在 1997 年 2 月 13 日突破了 7 000 点大关。在 1997 年 7 月 16 日，道琼斯指数更是突破了 8 000 点，至此道琼斯指数相较于 1990 年的水平已经增长了 5 600 点。1987 年至 1997 年，道琼斯指数已经增长了超过了 300%，这是“历史上最佳的 10 年涨幅”[1]。克林顿总统在 1997 年曾表示，商业周期已

① “What's News,” *Wall Street Journal*, December 31, 1997, p. 1.

经不再对经济造成影响，并且随着股票市场的蓬勃发展这一繁荣景象将会继续下去。然而并不是所有消息都是利好的。即使股票市场正在开创“史上最强有力的牛市”[①]，债券价格仍在1994年出现急剧下跌。市场的波动性很大。在1987年的股灾之后纽约证券交易所设立了“熔断机制”，这一机制是指当股票大盘指数波动超过特定幅度之后市场将自动停止交易。熔断机制仅在1996年就触发了100多次。

市场的增长

纽约证券交易所的交易席位在1997年的售价为175万美元，但是这一价格是波动的。1998年3月9日一个交易席位曾以200万美元的价格成交，而1998年5月一个交易席位的成交价格则为135万美元。场内会员的工作压力巨大。在纽约证券交易所，工作人员的心脏病发病率是一般人群的10倍，这是由于压力和“暴饮暴食”造成的[②]。1995年权益证券在二级市场上的交易总额超过5万亿美元。1996年，大约有3 000家公司在纽约证券交易所挂牌交易，当年纽约证券交易所的成交量超过1 000亿股。1997年的交易量则超过1 330亿股。当年新发股票的公司包括Vimpel通讯公司，这是第一家在纽约证券交易所上市的俄罗斯企业。

共同基金在数量和销售额上也取得了长足的发展。1970年，大约有360家投资公司，管理的总资产为480亿美元。而到了1995年，已经有超过5 700家投资公司。仅在当年，共同基金就增长超过30%。共同基金的开户数量从1978年的870万个增长至1995年的1.318亿个。截至1997年，共同基金持有的资产达到4.2万亿美元，并且共同基金公司的数量也在接下来的一年中增长到了8 000多家。全球前十的共同基金公司是日本汉方共同基金（隶属于日本的邮政寿险局）、富达投资公司、法国安盛金融公司、巴克莱全球投资基

---

① John R. Dorfman, "The Next Century: The Most Powerful Bull Market," *Wall Street Journal*, December 16, 1996, p. C1.

② Vernon Silver, "Wall Street: The Heart - Attack Capital of New York," *News & Observer* (Raleigh, NC), January 4, 1998, p. E1.

金、美林、瑞士联合银行、日本人寿、瑞士信贷、瑞士银行公司和道富环球投资管理公司。1997 年，美国最大的共同基金是富达投资公司，其管理的资金规模超过 5 000 亿美元。此外，先锋基金公司管理了约 3 000 亿美元，资本研究与管理公司管理资金超过 2 000 亿美元，美林资产管理公司管理资金超过 1 870 亿美元，德雷夫斯集团管理资金超过 950 亿美元。彼得·林奇是共同基金业的明星经理人，他负责管理富达麦哲伦基金。另一名共同基金业界的翘楚是先锋基金公司旗下温莎基金的经理人约翰·尼弗。另外，也有基金经理人面临窘境，其中之一就是加里·皮尔格里姆。他管理的基金在 20 世纪 90 年代早期曾增长迅速，但是之后便一蹶不振。皮尔格里姆管理的基金曾一度只剩 20 亿美元。

马萨诸塞金融服务公司（MFS）据称是美国最早的共同基金组织，其前身可以追溯至 1924 年的马萨诸塞投资信托公司。1996 年，MFS 为超过 200 万个投资者账户管理了超过 400 亿美元的资金。共同基金公司通过它们旗下的货币基金来提供额外的服务以及开设经纪子公司让公司的投资者可以买卖股票这样一些方式来扩大其经营范围。但是 1998 年时也曾有人表示担忧，认为共同基金的董事没有很好的指导基金的投资，基金的投资反而渐渐被来自基金公司外部的那些交易基金的顾问所影响。人们担忧这些顾问是为了自己的利益而不断买卖基金，而不是为了他们所代表的那些投资者的利益。这些共同基金的顾问频繁进行交易，他们并不总是遵循买入并持有的策略。1998 年，共同基金经理持有股票的时间平均约为 12 个月，这意味着经理手中的投资组合每年都会换手一次。

1996 年纳斯达克股票市场上交易了大约 1 400 亿股股票。1997 年纳斯达克股票市场交易量增长了 19%，日均交易量达到 6.48 亿股。纳斯达克是世界第二大股票交易市场。由于预期市场还将继续增长，纳斯达克与 MCI 电话公司签署了合作协议来升级其交易系统，升级之后纳斯达克的股票交易处理能力将会在 2000 年达到每天 400 亿股。通过纳斯达克的交易设施已经交易了超过 6 000 只股票，其中 4 000 只股票在全国市场系统上进行，其余的是小市值股票。1997 年，纳斯达克市场里有超过 500 家活跃的做市商。每一只纳斯达

克股票都有至少两家做市商，多数股票有 10 家做市商，而有些股票还拥有甚至超过 40 家做市商。Knight 证券公司是纳斯达克最大的做市商，纳斯达克的场外交易公告牌系统里大约有 7 000 多只证券挂牌。这是一种电子论坛，可以在里面对那些交易稀少的股票张贴报价或者表明交易意向，这里面的股票中多数是低价股、有限合伙公司、外国公司的美元存托凭证，还有权证。由于在公告牌系统挂牌尚无硬性规定，纳斯达克努力增强对于该市场的管理。纳斯达克曾尝试要求公告牌系统里的公司填报当前的财务状况。并认为增加这一项要求可能会使公告牌系统上挂牌的公司数量下降至原先的一半。而对于那些甚至连公告牌系统挂牌资格都无法满足的公司，仍然可以通过美国的全国行情局印发的粉单来进行交易（译者注：粉单市场 Pink Sheets Market）。

市场的波动

股票市场的波动引发人们的担忧。1996 年中期，在就业相关数据公布之后，道琼斯指数随即下跌了 115 点。1996 年底，美联储主席艾伦·格林斯潘警告说要当心市场的“非理性繁荣”。格林斯潘在 1997 年又重申了这一警告。他的担忧并非没有依据。在 1997 年 8 月 15 日，道琼斯指数下跌了 247.37 点，当时这是史上单日第二大跌幅；1997 年 10 月 14 日，科技板块股票遭受重挫。1997 年 10 月，亚洲股票市场由于泰国的汇率危机大幅下跌，美国股票市场也被波及并出现了更大幅度的震荡。与此同时香港也受到影响，香港股票市场在 10 月 23 日下跌了 10%。港指的下跌又引发了全球股市的连锁反应，并传导到美国股市，道琼斯指数在 10 月 27 日下跌了 554.26 点，这创下了道琼斯指数单日最大下跌点数的纪录，但以百分数来计算的话仅仅是第十二的跌幅。在 10 月 28 日，小额投资者返回市场，超常的巨额交易量推动股票价格反弹。在当天，交易了 12 亿股股票，道琼斯指数上涨超过 337 点，这是史上最大的单日涨幅。这也是纽约证券交易所历史上第一次出现单日超过 10 亿股的交易量。当日的交易量比此前历史曾经出现过的最大交易量还高出 76%，是 1987 年股市大崩盘那天交易量的两倍。虽然市场似乎逐渐平静下来，但在 1997 年 10 月 30 日，成交量仍然很大，纽约证券交易所的成交量高达 7.77 亿股。这

是历史上第二忙碌的交易日。

在10月的股市危机期间，场外市场的交易量同样十分巨大。1997年10月28日，纳斯达克处理了14亿股的交易。由于交易量十分巨大，交易者们普遍遇到了同一个问题，那就是交易指令的执行有时会变得十分困难。有时大额的股票卖出指令会出现长达90分钟的延迟，然而与1987年股灾时不同，这一现象并没有引发人们关于流动性的过多担忧[1]。而当熔断机制被引入股票市场之后，常常会导致交易的暂停乃至于整个市场的关闭，因此熔断机制饱受诟病。于是纽约证券交易所在1998年放宽了熔断机制的触发底线，这样熔断机制便只会在最严峻的市场环境下被触发。1998年5月，纽约证券交易所每天的交易量达到230亿美元。同时国际市场也在寻求更广阔的发展空间。伦敦证券交易所曾花费6亿美元来建立Taurus清算和结算系统，但由于技术上的难题得不到有效解决不得不在1996年放弃该系统。尽管遇到挫折，欧洲市场的电子结算系统还是给纽约证券交易所带来了竞争压力。为了应对这一潜在的威胁，纽约证券交易所宣布将花费10亿美元来建设一个新的交易大厅并进行技术升级。这包括发展新的手持设备以便于场内经纪人可以接收交易指令以及向他们的客户发送最新的市场信息。

市场的融合

日益增长的竞争压力迫使许多交易所开始对它们的市场地位重新定位。1998年，有数家交易所寻求合并。1998年7月，芝加哥期权交易所和太平洋证券交易所达成了合并协议。它们各自是美国第一大和第三大的股票期权交易所。但是这一合并随后却被司法部门依据《反垄断法》叫停了。美国证券交易所宣布将会和纳斯达克整合，并且自称会形成一个“市场中的市场”。纳斯达克对外公布计划在2000年建立一个欧洲交易所。费城股票交易所同意并入美国证券交易所，但是这一合并案却在1999年的4月流产。纽约证券交易所寻求能够与巴黎证券交易所建立联系。1998年，伦敦和法兰克福股票交易

① Stephen E. Frank, “Carnage in Stocks: If the Sell - off Continues, Banks Have Crucial Role,” *Wall Street Journal*, October 28, 1997, p. C19.

所宣布计划创建一个泛欧证券交易所，而这也将成为建立更广泛的全欧洲股票交易系统的基石。巴黎证券交易所同意加入这一联盟。该联盟期望能有 10 家欧洲证券交易所加入来建立横跨欧洲的证券交易体系，但实现这种连接的进展并不迅速。

2000 年 5 月，伦敦证券交易所与荷兰证券交易所成功合并。合并之后的实体被称为“iX”，意为国际交易所。与此同时，这几家证券交易所宣布将会和纳斯达克成立一家合资企业，尝试建立一种全新的日本市场交易系统，实现 24 小时交易。2000 年 8 月，瑞典的 OM 集团对伦敦证券交易所展开恶意收购而引发争夺。芝加哥商品交易所、巴黎证券交易所（同时运营法国期货交易所），以及新加坡国际金融交易所早前曾宣布它们正在尝试创建全球性的期货与期权交易网络。2000 年 6 月，世界范围内的 10 家交易所共同协商建立了一个相互关联的市场，其中包括纽约证券交易所和东京、阿姆斯特丹、巴黎、墨西哥、圣保罗的证券交易所。

业务变化

1997 年 6 月，证券业允许交易可以每次递增十六分之一单位来进行，从而迈出了实行小数交易制度的第一步。在这之前，美国证券市场上交易的最小递增单位是八分之一。纽约证券交易所计划在 2000 年的秋天将最小的交易单位由十六分之一改成小数制。从 SEC 计划在 2000 年 7 月之前将股票和期权的市场定价系统改为小数制，但后来不得不推迟到 2001 年。SEC 表示通过使用小数报价机制可以有效改善证券价差，而投资者更可从中获利多达 10 亿美元。事实上当小数制引入纽约证券交易所之后，做市专家们可以在新的 1 美分价格增量下拉宽其报价价差，从而提高他们的利润。这种被称为“逐分调价”（penny jumping）的做法被那些受到影响的人们强烈反对。

在 20 世纪 90 年代，在券商出现资不抵债情况时，证券投资者保护公司（SIPC）仍然为每名客户提供最高 50 万美元的资金保护。甚至直到 1993 年时，市场上在销售共同基金时仍然搞不清楚联邦存款保险和证券投资者保护公司之间的区别。SEC 进行的一项调研发现，在银行管理的共同基金的投资

者中仍有三分之二认为他们的基金是由联邦提供保险的。而通过券商购买共同基金的投资者中接近一半错误地认为其购买的基金是由联邦提供保险的。

大多数的证券需要遵守美联储所设立的50%融资杠杆比例限制。政府债券的融资杠杆比例可能会高达90%。美联储修订了T条例，允许对货币市场基金或非权益类（固定收益）证券在融资杠杆比例上按照“优质信用”贷款的资质来对待。优质信用贷款准则可以追溯到20世纪30年代的罗斯福新政立法，当时通过立法制定杠杆融资比例的方式来限制对于证券的投机行为。优质信用贷款意味着对抵押证券所给予的贷款比例将由授信人来决定。这将是一种基于信用的决定，而不是基于投机程度或可允许的杠杆水平的社会普遍惯例的决定。但仍然保持了对权益证券的杠杆比例限制。

经纪公司的演变

在1997年计算机程序化交易系统仍然很受欢迎。一家位于宾夕法尼亚州拉德诺的公司BNP/ Cooper Neff Advisors每周股票交易量在1亿股以上。这个交易量多达纽约证券交易所总交易量的4%～6%。该公司大量交易涉及纳斯达克股票。该公司由巴黎国民银行控制。1997年两家规模最大的低佣金经纪商是嘉信理财和富达投资。1997年9月，舰队金融集团（Fleet Financial Group，Inc.）以大约16亿美元的价格收购了Quick&Reilly Group。当时Quick&Reilly Group是美国第三大低佣金经纪公司。

高盛公司正在从合伙制转型为资本化程度更高的公司体制。该公司多年来一直在竭力获取充足的资金来支持其不断扩大的业务。1986年，该合伙企业从住友银行获得了5亿美元的投资资本，但这只能暂时缓解资金短缺的问题。1994年，“出现了这一代人期间最差的债券市场行情”[①]，公司的资本金急剧下降，高盛40位合伙人集体辞职。高盛只得削减成本6.50亿美元。但是高盛很快就从那个挫折中恢复过来，1997年税前利润超过了30亿美元。公司的初级合伙人每人获得了5百万美元的奖金，高级合伙人获得了1 000万美

① Joseph Kahn, "Goldman Goes for a Bit of Gusto," *New York Times*, June 16, 1998, P. D1.

元甚至更多的奖金。在 1996 年时，高盛最初决定即使公司需要更多的资本投资，也不会通过上市来融资，但当时将公司体制转变成了有限责任合伙制。

1999 年 2 月，添惠公司宣布了与摩根士丹利集团价值在 100 亿美元以上的合并计划。之后，摩根士丹利添惠宣布计划在曼哈顿中城的时代广场附近建造一座 100 万平方英尺的办公楼。普美利加银行（Primerica Bank）并非是一家银行，它发行了万事达和威士信用卡，约有 40 万持卡人。普美利加银行发行的 Quicken Visa 信用卡允许持卡人将所有交易集合到单张卡上，并且可以通过个人电脑跟踪个人消费记录。持卡人每月通过调制解调器或计算机软盘获取交易记录。特拉华州的旅行者银行（Travelers Bank）与支持同性恋事业的彩虹基金会共同发行了爱心信用卡（affinity credit card）。彩虹威士卡于 1995 年推出。1997 年 9 月，旅行者集团宣布了与所罗门兄弟公司价值 90 亿美元的股票互换计划。新公司更名为所罗门·史密斯·巴尼控股公司（Salomon Smith Barney Holdings），其规模大于美林公司。之后，旅行者集团包括了所罗门·史密斯·巴尼（Salomon Smith Barney）、普美利加金融服务（Primerica Financial Services）、旅行者寿险和年金（Travelers Life and Annuity）、旅行者财产和意外险（Travelers Property Casualty）和旅行者银行信托（Travelers Bank and Trust）。普美利加金融服务 1997 年有 9 万个代理机构，主要为美国中产阶级提供投资服务。据报道，旅行者集团曾试图收购信孚银行，但最终这笔交易落空。

1996 年上半年，承销额为 6 910 亿美元。美林、雷曼兄弟和所罗门兄弟三家占据了总承销额的 1/3 以上。美林 1997 年 11 月市值 250 亿美元。美林与 AT&T 公司签署了一个价值 4 亿美元的合同，AT&T 将为其提供通信服务。美林还以 53 亿美元的价格购入了位于伦敦的资金管理公司水星资产管理。1998 年 6 月，美林公司又以价值 8.55 亿美元的美林股票购买了加拿大大型经纪公司之一的 Midland Walwyn, Inc. 。这次收购使得美林自 1990 年撤离加拿大后再次重返加拿大零售证券业务[①]。1997 年，美林投资银行业务收益 27 亿美元，

---

① Patrick McGeehan and Solange De Santis, "Merrill Purchase Symbolizes Wall Street's Global Reach," *Wall Street Journal*, June 23, 1998, P. C1.

交易业务收益 38 亿美元，资产管理和其他业务收益 28 亿美元，利息和红利收益 10 亿美元。同年，高盛投资银行业务收益 26 亿美元，交易业务收益 23 亿美元，资产管理和其他业务收益 15 亿美元，净利息和红利收益 11 亿美元。摩根士丹利添惠 1997 年投资银行业务收益 27 亿美元，交易业务收益 37 亿美元，资产管理和其他业务收益 33 亿美元，利息和红利收益 28 亿美元。

1998 年，美林作为股票首次公开发行业务中最大承销商的地位被取代了，高盛成为这一领域的“领头羊”。加州经纪商 Hambrecht&Quist 是一家备受硅谷高科技公司欢迎的承销商。首次公开发行的数量波动较大。1998 年 7 月，在 Nortek，Inc. 218. 25 万股的发行业务中由贝尔斯登、普惠证券投资公司、Wasserstein Perella Securities、加帝商奥本海默（CIBCOppenheimer）等共同担任承销商。在另外一起业务中，贝尔斯登、国民银行、蒙哥马利证券等共同担任马克西姆医疗（Maxim Medica）402. 5 万股普通股发行业务的承销商，其中每股价格 24 美元。1998 年 7 月，加拿大帝国商业银行全球市场部（CIBC World Markets）和及其附属的加帝商奥本海默公司（CIBC Oppenheimer Corp.）在多家公司的发行业务中担任承销商，其中包括全球交叉控股（Global Crossing Holding）价值 80 万美元的优先票据发行业务和新秀丽价值 35 万美元利率 10. 75% 的优先票据发行业务。截至 1997 年，公司债券市场在很大程度上取代了银行对公司的贷款。银行贷款在公司融资总额中仅占 22%，而法国和德国这一比例则超过 70%。1998 年垃圾债券市场行情良好。第二届落基山高收益债券年度会议（Second Annual Rocky Mountain High - Yield Conference）于 1998 年 7 月 29 日在科罗拉多州的阿斯彭举行。加帝商银行全球市场部 CIBC World Markets 为该会议提供赞助。此次会议的文件中还包括了 NTEX 公司的债券发行公告，该公司在 1998 年 5 月发行了利率 11. 5%、总价值 7 500 万美元的优先票据；还包括 Pen Holdings，Inc. 的债券发行公告，该公司发行了总价值 1 亿美元、利率 9. 875% 的优先票据。1997 年在垃圾债券销售和兼并业务中的顶尖公司包括帝杰、美林、高盛、摩根士丹利添惠、所罗门美邦、大通曼哈顿、信孚银行、贝尔斯登、摩根大通、瑞士信贷、第一波士顿和 SBC Warburg Dillon Read。1997 年华尔街上自营交易

业务排名前三的公司是高盛、所罗门兄弟和贝尔斯登。高盛宣布通过抵押贷款支持证券（MBS）进入商业地产抵押贷款领域。其他经纪商早已经参与了该业务，其中包括美林。

信息服务商

考虑到信用评级机构在金融市场中的重要作用，是否应该由联邦政府对其进行监管这个问题值得考虑。领先的评级机构是穆迪、惠誉、标准普尔和达夫。这四家公司是唯一的全方位信用评级机构。还有其他几家公司从事外国证券的评级服务。它们包括加拿大债券评级服务（Canadian Bond Rating Service）、道明债券评级服务（Dominion Bond Rating Service）、IBCA Ltd 和日本债券评级研究所（Japanese Bond Rating Institute）；TRIS 提供对泰国证券的评级业务。标准普尔在 50 多个国家从事债券和其他固定收入工具的评级业务，总规模超过 2 万亿美元。穆迪和标准普尔两家评级机构统治着政府和企业债券的评级业务。达夫信用评级公司于 1982 年开始进行债券评级业务。在此之前，其主要业务是发表公共事业公司的研究报告。另一家评级机构 McCarthy, Crisanti & Maffei 诞生于 1975 年，后来在 1991 年被达夫收购。汤姆森银行观察（Thomson BankWatch）的评估对象主要包括金融机构。A. M. Best 公司负责评估保险公司的信誉。邓白氏（Dun & Bradstreet）于 1996 年拆分为 3 家上市公司，1997 年又再次进行拆分。拆分后的公司包括穆迪投资服务（Moody's Investor Services）、债券评级机构（the Bond Rating Agency）和邓白氏商业信用评级（Dun & Bradstreet Commercial Credit Rating）。价值线（Value Line）继续从事股票信息提供以及股票行情预测业务。该公司宣称“自 1965 年以来，我们排名第一的股票累计上涨幅度为 11 939%，而我们排名第五的股票仅增长了 138%（在此期间，NYSE 指数增长了 874%。）”①。

金融信息服务业市场巨大。1996 年，彭博社、道琼斯、路透社和桥梁信息（Bridge）有超过 40 亿美元的收入。这个行业的领头羊是路透社，占行业

① "Value Line Just $55," *Wall Street Journal*, December 19, 1997, P. C21.

总收入的 40%。其竞争对手包括彭博金融市场（Bloomberg Financial Markets），彭博金融市场的数据库中含有 300 多种股票指数。在这些股指中包括意大利时装指数（Italian fashion index）、伊斯兰马来西亚指数（Islamic Malaysian index）和一个由非洲裔美国人拥有或经营的多个公司组合形成的指数。彭博社拥有自己独立的金融新闻网。1998 年金融信息服务业估值 58 亿美元。1996 年道琼斯的互联网收入增长到 3.13 亿美元，预计 1998 年有望达到 4 亿美元。金融信息行业的竞争并非总是友善的。路透社 1998 年被指控从彭博社盗取信息。道琼斯市场服务（Dow Jones Market Services ）和伟达新媒体（Knight – Ridder）发现自身在与金融信息服务行业市场领导者的竞争中举步维艰。道琼斯 1990 年出资 16 亿美元买入德励（Telerate）。德励为证券业提供新闻和数据服务，但在与路透社的竞争当中败下阵来。道琼斯 1998 年 3 月以 5.1 亿美元的价格将道琼斯市场服务（Dow Jones Market Services）出售给桥梁信息系统（Bridge Information Systems）。桥梁信息系统后来宣布破产。利珀分析服务公司（Lipper Analytical Services）于 1998 年 7 月被出售给路透集团。利珀曾是一家领先的共同基金数据分析公司。

会计行业也经历着来自变革的影响。财务会计标准委员会（FASB）试图建立一个新的会计标准：要求公司每个季度向市场报告自己持有的证券头寸。这个提案遭到了反对，因为当市场变化的时候这项新规定会引发财务报表广泛、意想不到的变化。能够促进国际证券发行的统一会计准则在国际证监会组织获得通过。最初的“八大”会计师事务所是安达信（Arthur Andersen）、安永（Arthur Young）、永道（Coopers & Lybrand）、德勤（Deloitte Haskins & Sells）、永惠（Ernst & Whinney）、Peat Marwick Mitchell、普华（Price Waterhouse）和罗斯（Touche Ross）。后来通过合并数量减少。1989 年，德勤（Deloitte Haskins&Sells）和罗斯合并，安永和永惠合并。1997 年 9 月，世界上最大的两家会计师事务所永道和普华宣布合并。10 月，安永会计师事务所和毕马威会计师事务所（KPMG Peat Marwick LLP）披露它们将合并组成世界上最大的会计和咨询公司。如果该合并计划成功完成，新合并公司的收入将会超过 180 亿美元，但该并购计划在 1998 年 2 月流产。20 世纪末的“五大”会计

师事务所包括普华永道、安永、毕马威、德勤和安达信全球。普华永道是世界上最大的会计师事务所。SEC 曾对普华永道展开调查，以确定该公司的合伙人是否违反了有关会计师独立性的规定。43 名高级合伙人当中有 31 人持有普华永道担任审计的公司发行的股票。公司合伙人和员工的违规行为高达 8 000多件。后来，五大会计师事务所同意自愿披露违反独立性准则的行为，并审查其成员的持股情况。

会计师事务所也在探索进入法律服务领域，同时继续扩大其咨询业务。一些会计公司开创了财务调查服务来协助客户。中型会计师事务所仍然存在，其中包括德豪会计师事务所（BDO Seidman）和均富会计师事务所（Grant Thornton）。到 20 世纪 90 年代末，会计公司的咨询业务已经发展到经常与其会计业务互相竞争的规模了。安达信全球在协调其咨询和会计两方的合伙人时遇到了困难，相互竞争的咨询师和会计师之间爆发了一场争夺公司控制权和决定未来发展方向的斗争。1997 年 12 月，安达信咨询部门的合伙人投票决定与安达信全球的会计合伙人分立。这场内部斗争将会影响价值数十亿美元的公司存亡与否。最终，2000 年 8 月，一名仲裁员下令安达信将其咨询业务分离出去。分立的咨询机构取名埃森哲。普华永道也批准了将其审计和其他会计部门与其管理咨询部门分立的重组计划。安永会计师事务所 1999 年 12 月试图以 48 亿美元的价格将其管理咨询业务出售给一家法国公司。毕马威将其咨询业务重新整合到一个单独的部门，以便在公开发行股票的时候将其分离出去。德勤决定不对咨询和会计部门进行拆分。

普华永道 1999 年 1 月宣布计划将其业务扩展到法律服务领域，希望能在五年内成为世界上最大的律师事务所之一。随后，安永会计师事务所为其即将在华盛顿特区创立的律师事务所进行融资，从亚特兰大 King & Spalding 公司的华盛顿办事处招揽律师。试图创建一个横跨“多领域”的公司。金融和商业的国际化也促使律师事务所开拓自身的业务范围。1999 年 8 月，伦敦高伟绅 Clifford Chance、纽约 Rogers & Wells 和德国 Punder Volhard Weber & Axster 三家律师事务所合并成为全球最大的律师事务所。新合并公司的律师总人数多达 2 700 人。

市场交易及产品

到20世纪90年代末，证券的全球托管业务规模数万亿美元。First Chicago NBD Corp. 1998年宣布计划与BankBoston Corp.、道富（State Street Corp.）和DST Systems，Inc. 组建一家新合资企业，并将原有的股权转移业务与新合资公司整合在一起。这将是美国最大的股权转移公司（stockholder transfer company）。新公司命名为股权服务公司（EquiServe），继续保持着为1 400家上市公司服务的记录。1999年3月，存管信托公司（Depository Trust Company）和国家证券结算公司（National Securities Clearing Corporation）宣布合并。存管信托公司由其参与者所有，而国家证券结算公司由纽约证券交易所和全国证券交易商协会所有。合并的时候，存管信托公司持有价值19万亿美元的证券，1998年处理了77万亿美元的交易。国家证券结算公司1998年已经担保并结算了超过40万亿美元的交易。

微软出售其股票的认估权证。截至1998年9月30日的这个季度中，微软公司从认沽权证的出售中获取了2.25亿美元的收入。一些应对市场下行的保护措施看起来似乎是有必要的。1999年11月，一名联邦地方法院的法官宣称微软公司涉嫌垄断，该法院正考虑是否需要将微软解散成几家小型公司。上诉法庭对该法官的裁决表示怀疑。股票期权在其他公司员工的激励机制中非常受欢迎，微软员工也持有公司的股票期权。到了20世纪90年代这些期权引起了一些担忧，当公司不得不大量购入股票来承兑这些期权产品的时候，必将给公司带来巨额的负债。SEC对支付给企业高管的过高报酬表示担忧。SEC改变了监管规则，要求公司就支付给企业高管的薪酬向股东披露更多的信息。

扬基债券和100年期的债券在90年代变得流行起来。扬基债券是外国借款人在美国发行的以美元计价的债券。中国政府是100年期债券的发行人之一。1996年，IBM宣布发行8.5亿美元的100年期债券。这些债券的息票率为7.22%，比30年期的国债利率高出80个基点。上一次100年期票据的发行发生在1995年，是由贝尔南方公司发行的。那次发行额为5亿美元。高盛

发行了月收入优先股（MIPS）。高盛还发行了永久优先市场利率可转换资本票据。可转换优先证券在 1996 年变得流行。可转换优先证券定时向证券持有人支付固定利率的现金，并且这些证券在税收方面有利可图。1997 年 11 月美林推出了市场指数定期证券（MITTS），该证券收益回报基于道琼斯指数。到期时，该证券将偿还投资人的全部本金，如果在此期间道琼斯指数相对于基准水平出现上涨，投资人还能获得额外的收益。

哥斯达黎加 1998 年出售“碳债券”，用于为受到认可的碳交易提供融资。这些债券的设计理念是通过森林再造抵消二氧化碳的不良影响。1998 年 4 月，联邦政府宣布发行 30 年期通货膨胀指数挂钩国债。债券价值每年随着消费者价格指数上涨而同步上升。普林斯顿大学 1997 年 10 月通过商业票据市场借入 1 亿美元。资产支持证券蓬勃发展。总发行金额超过了 4 800 亿美元。这其中甚至还有以来自歌手 Rod Stewart 特许权使用费的收益为基础资产的证券。1997 年，歌手大卫·鲍伊通过出售超过 5 000 万美元的“鲍伊债券”将自身证券化，此债券利率 7.9%、10 年到期。债券以大卫·鲍伊专辑的版权费做支持，通过发行债券使得歌手提前将版权费收入囊中。两年以后，灵魂歌手詹姆斯·布朗发行了以他未来音乐版税收入做支持的 3 000 万美元的债券。他把这些证券以 8% ~10% 的贴现率出售。1999 年，前拳击手乔治·福尔曼（George Foreman）以 1.375 亿美元的价格将自己的名字和肖像出售给家居用品制造商 Salton，Inc. 用于广告宣传。

诈骗

欺诈骗局仍然不断出现。厄文·“宝贝”布洛赫（Irwin H. “Sonny” Bloch）被控告诈骗投资者 2 100 多万美元，他在自己主持的电台来电参与互动节目中植入投资骗局广告，当时他的节目有 100 万听众。George I. Norman Jr. 于 1973 年盗窃后逃跑，在 1996 年被逮捕。他从一家丹佛银行窃取了 50 万美元。逃走以后，他还在多起金融诈骗案中兜售廉价股票骗取钱财。Steven Hoffenberg 被指控通过其 Towers Financial Corporation 诈骗投资者 4.5 亿美元。证券市场最糟糕的丑闻之一出现在 1997 年，人们发现加拿大公司 Bre - X 在

印度尼西亚发现的前所未有的金矿的消息实际上是一起欺诈行为。矿石样品已被盐化。在骗局被揭发之前 Bre－X 的股票市值已经飙升至 45 亿美元了。该公司的采矿工程师则在乘坐直升机在矿区上飞行的时候神秘地消失了。

SEC 向 6 名个人提起诈骗诉讼，指控他们从上市公司借入无法在市场上出售的股票，然后利用这些股票充当贷款的抵押品。借款人出现贷款违约，然后那些为其发放贷款的银行和机构就蒙受了损失。Comparator 公司就是廉价股票失败的一个例子。1996 年 5 月该公司发行了大约 1.7 亿股股票。三天之内股价上涨了 30 倍，然后股票就暴跌到一文不值。SEC 随后暂停了该股票的交易。该公司当时正在开发指纹识别技术。而资产数量很少。1998 年 5 月，美国海关部门对 8 名人员提起指控，他们涉嫌诈骗国际风险资本投资者 6 000 万美元。这些投资者被诱导支付了从 4 万美元到 200 万美元不等的手续费(Processing fee)。然后投资者被告知他们违反了融资条款，所以手续费也被没收了。

SEC 在 1998 年向历史上最大的传销计划之一提出诉讼。来自北卡罗来纳州的国际遗产公司（International Heritage）从 15 万名投资者那里骗取了大约 1.5 亿美元。该公司出售的一项产品使得投资者通过招募新成员可以获得额外的收入。SEC 在另一起诉讼中指控 8 个人操纵 7 只仙股（penny stock）股票的价格。之前与罗伯特·布伦南（Robert E. Brennan）仙股股票公司有关联的经纪商涉嫌在低价证券的买卖中存在欺骗性销售。布伦南被指控在 SEC 对他早期业务提起诉讼的时候，悄悄地控制了两家仙股公司。监管机构认为 Brennan 和 Randy Pace 是很多仙股骗局的幕后黑手。

这些和其他欺诈骗局中的仙股有了一个新的绰号。它们现在被称为小型或"微型"股票，以便反映它们缺乏资本的实际情况。微型股欺诈骗局涉及五月花证券（Mayflower Securities）、Broadchild Securities & Rooney Pace, Inc. 等公司。Stratton Oakmont 公司因为从事有利于内部交易人士的多起秘密营销微型股票的活动在 1996 年被驱逐出全国交易商协会 NASD。其中一个例子涉及史蒂夫·马登有限公司。Stratton Oakmont 被称为证券行业"最糟糕的演员"之一。该公司两名高管后来承认在七年内操纵了 34 家公司的股票，给投资者

造成了数亿美元的损失。另一家在20世纪90年代涉嫌微型股票诈骗的公司是纽约长岛的斯特林·福斯特公司（Sterling Foster & Co.）。据称一名参与斯特林·福斯特诈骗丑闻的人获取了2亿美元的非法利润。1999年5月，SEC指控证券律师哈特利·伯恩斯坦（Hartley Bernstein）涉嫌参与了斯特林福斯特公司的诈骗行为。

纽约州总检察长1997年6月宣布他正对通过不正当手段销售微型股的活动开展公开听证会，其中涉及75家微型股。总检察长表示说长久以来纽约成为了不请自来的电话推销活动的集中地。后来他从立法机关那里申请到额外的权力和资金用于对仙股诈骗案的调查和法律诉讼。与以往一样，调查中发现经纪商通过电话销售室进行诈骗活动时，甚至还提前准备好推销说辞的文本，对投资者普遍关心的问题提前准备好答案以便打消投资者的担忧。总检察长担心这些电话推销中心假冒著名结算公司的身份以便提升自己的可信度。在调查的过程中还出现了戏剧化的一幕，一位前经纪人蒙面前往听证会作证。国家证券监管机构称它们在1998年7月就开展了100多次专门针对推销仙股和外国货币的电话行销组织的打击行动。

1997年11月，有19人被起诉涉嫌参与了操纵HealthTech International, Inc.股票的有组织犯罪。据说Bonanno和Genovese两大犯罪家族参与其中，他们通过经纪商Meyers Pollock Robbins公司操纵股价。该公司的经纪人被贿赂出售这家拥有健身俱乐部的公司的股票。在另一个案件中，SEC指控一名摩根士丹利添惠发现公司（Discover&Co.）的合规人员从事内幕交易。Marisa Baridis向已经被取消经纪人资格的Jeffrey L. Streich出售机密信息。Baridis曾以2 500美元现金的价格出售这些机密信息。早在20世纪20年代，就有一名公司宣传代理人被指控涉嫌逃税和在对受雇公司的推广活动中违反《联邦证券法》。这名宣传代理人的职责之一就包括了向著名金融分析师和商业记者丹·多夫曼（Dan Dorfman.）引荐客户。1998年4月，纽约市一名电台谈话节目主持人被指控在他的节目中推销多家公司的股票并为此收受数千美元酬劳。这名被告是电台主持人杰罗姆·温格（Jerome M. Wenger），其节目

名称为《下一只超级股票》[①]。

在另一起案件中，SEC指控41人对几家小公司股票的价格进行操作，共欺诈投资者2 500万美元。还有其他各种欺诈行为，涉及银行债券交易项目、大型银行担保证和英格兰银行存单。通常这些欺诈计划允许投资者购买和回售各种可转让的银行产品，所得款项则号称被用于一些能提供高额回报的项目。在一个骗局中，投资者投资了几百万美元，他们被告知这些收入将被用于美国国债的交易。这些交易理应保证产生4%的利润。另一个骗局宣称养老基金不能用于购买新发行的银行债券。富有的投资者被力劝购入这种银行债券，然后可以在二级市场上将其转售给养老基金，以冀从中谋取高额利益。

1998年2月，纽约证券交易所8名场内经纪人被指控利用他们手中掌握的待处理订单的信息为自身的账户交易牟利而违法。这些场内经纪人利用一个虚构的账户进行“提前交易”，在客户的订单交易之前进行交易。这些经纪人被指控通过这种交易模式谋取了超过1 000万美元的非法利益。1999年5月，包括4名纽约证券交易所工作人员在内的6人被指控犯有这种罪行。此前，已有其他6人被指控有罪。政府继续对交易所场内经纪人开展调查。除了提前交易和其他违规行为以外，还有人担忧场内经纪人分享了本应属于客户的利润，质疑是否违反了场内经纪人不得在交易所内为自身账户进行交易的禁令。

1998年7月，两名大宗商品经纪人承认通过邮件和电报进行诈骗，他们利用从大型资产管理公司John W. Henry & Co. 那里窃取的信息获利超过470万美元。政府指控有经纪人对John W. Henry & Co. 的股票进行超前交易。其中一名被告是约翰·亨利（John W. Henry）的交易员，他知道这种交易会影响到市场的反应。尽管商品期货交易委员会之前的报告否认了期货行业存在内幕交易，它在一起相关民事诉讼中曾指出内幕交易这种行为违反了《商品交易法》。迈克尔·米尔肯（Michael Milken）与SEC之间的问题还没有完全解决。1998年2月，政府宣布米尔肯已经同意支付4 700万美元来就对他的

---

① Benjamin Weiser, “Radio Show Host Is Charged With Stock Market Promotion Scheme,” *New York Times*, April 16, 1998, p. B3.

起诉达成和解，他被指控违反了终身禁止从事证券业务的禁令。这项调查从1996 年就开始了，当时米尔肯为新闻集团（News Corp.）向罗纳德 · 佩雷尔曼所控制的新世界通信（New World Communications）投资 5 亿美元的项目做顾问。米尔肯被指控在另一笔涉及 MCI 通讯公司（MCI Communications Corp.）的交易中担任顾问。米尔肯将新闻集团董事长鲁珀特 · 默多克介绍给了 MCI 的董事长。米尔肯并没有因为在泰德特纳与时代华纳两家的并购过程中提出的建议而受到指控，虽然他在这起合并中获取了 5 000 万美元的报酬。

市政债券

1994 年，市场上大约 70% 的市政债券由个人投资者持有。当时市政债券市场的规模约为 1.2 万亿美元。美国证券交易委员会颁布了一项新规定，要求市政债券的承销商必须与发行人达成书面协议同意每年按时提供年度财务信息，并在发生特殊事件时及时通知信息发布机构。该项规则旨在为市政债券投资者们提供更多的信息。市政融资的模式也越来越复杂。1998 年，佛罗里达州、俄勒冈州和西弗吉尼亚州都出售了彩票债券，这些债券由这些州的彩票收入做保障。1999 年 2 月，新泽西州内的一些城市开始发行对票息收入征税的市政债券，这些债券采用与优先股相似的股息支付方法。美林发布了 Muni Master 市政债券指数（ Municipal Bond Index）。该指数是基于信用评级为投资级以上且流通市值规模超过 5 000 万美元的发行人的市政债券来编制的。1996 年 4 月，该指数显示剩余期限为 22 年的 AAA 级担保债券的收益率为 4.96%。自从 1999 年 6 月开始市政债券就在网上以拍卖的形式在线销售了。历史上最大的市政债券发行出现在 1998 年 5 月。此次融资是政府为了接管长岛照明有限公司（Long Island Lighting Co.），融资总额 70 亿美元。其他市政融资发行规模的纪录也不断更新。迄今为止发行规模最大的房托基金债券出现在 1998 年 2 月，发行量 10 亿美元。世界银行在 1998 年 2 月宣布计划发行 50 亿美元的债券，这将成为世界银行有史以来最大的债券发行活动。后来 1998 年，作为其经济结构改组的一部分，韩国在世界市场上发行了 120 亿美元的债券。

“收益（燃烧）压低”是20世纪90年代末的一个问题。这种异常现象发生在市政债券再融资的时候。如果再融资期间市政府手头上有多余的资金，也不能以比再融资项目更高的收益率将那些多余的资金进行投资。这项禁令是为了防止市政府把从债券发行中获取的资金投资于其他证券，发行市政债券仅仅是为了获得税收上的优惠。为了使得市政府的短期资金运用的收益率水平不超过被允许的上限，经销商们出售给市政府的短期证券都是额外加价的。这样就可以将这些卖给市政府的短期证券收益率降低到被允许的水平，也就是说，收益率被额外的加价“烧掉”了。因为“收益（燃烧）压低”而被调查的公司包括拉扎德兄弟、美林和高盛。劳舍尔皮尔斯·里夫斯内斯公司和它的一位副总裁因为涉嫌人为压低收益率水平而被美国证券交易委员会指控欺诈。拉扎德兄弟公司后来同意支付1 100万美元来摆脱对其公司涉嫌收益压低的指控，这项指控中涉及20个市政债券，总价值超过50亿美元。2000年4月，包括花旗集团、潘恩·韦伯集团、戴恩·劳施公司和美林在内的一系列经纪公司同意支付1.39亿美元来平息SEC对其涉嫌压低收益率的指控。Banc One Capital 和其他一些经纪商也为同样的指控支付了1 350万美元的罚款。

美国证券交易委员会开始对市政债券承销商的政治捐款展开大规模调查。这些做法被称为“付费参与”。拉扎德兄弟公司的两名员工为了争取到市政债券的发行业务而向阿肯色州小石城斯蒂芬斯经纪公司（Stephens, Inc.）的管理人员行贿，为此拉扎德兄弟公司在1997年12月支付了1 200万美元的罚款。美国证券交易委员会后来因为“付费参与”的案件起诉了很多个人和公司，其中包括斯蒂芬斯公司及其财政部门的负责人。拉扎德兄弟公司和第一波士顿公司在涉及路易斯安那州和新泽西州的市政债券承销的案件中成为被调查的对象。1993年，由于在新泽西州收费公路管理局（New Jersey Turnpike Authority）再融资中的违规行为，美林不得不开除了一名在市政债券承销部门的员工。该交易涉及经纪商 Armacon 证券，新泽西州州长吉姆·弗洛里奥的办公室主任约瑟夫·萨莱马至少拥有该公司的部分所有权。BT Alex. Brown 同意支付1 530美元来摆脱SEC对其在20世纪90年代为获得市政债券业务而从

事违规贿赂行为的指控。

市政债券规则制定委员会（Municipal Securities Rulemaking Board）颁布了 G－37 条例，禁止市政债券承销过程中“付费参与”的做法。哥伦比亚特区上诉法院否决了上诉禁止该规则执行的请求。上诉诉讼由阿拉巴马民主党主席威廉·布朗特（William B. Blount）提起，此人还是一名从事市政债券承销业务的注册经纪商。布朗特通过各种手段从这些官员那里承揽到为其承销市政债券的业务，为他们提供融资服务。美国证券交易委员会 1998 年 7 月起诉了 38 名密西西比的市政官员，因为他们涉嫌在总价值 2.87 亿美元的市区重建收入票据的发售中存在违反《联邦证券法》的不当行为。这些官员没有正常披露这种票据有潜在的税务问题。美国证券交易委员会指控他们把所得款项用于支付承销和法律服务的费用，和用于购买能比这些票据带来更高收益的投资产品中。这违反了《联邦税法》。1997 年至 1998 年美国证券交易委员会总共提起了 50 次针对市政官员在市政债券市场当中不当行为的诉讼。其他市政融资的丑闻包括政治家们以州养老基金业务为交换条件从资产管理公司那里换取竞选捐款。新泽西州的一名官员就因此类行为被定罪。

市场的其他担忧

美国证券交易委员会开始对所谓的（旋转）倒手账户进行调查，在这种交易中承销商们给公司管理人员提供证券，希望日后能从那些管理人员那里得到承销业务。那些收取到证券的公司管理人员通常会将证券迅速出手，赚取大量利润。这有点类似于 20 世纪初摩根大通的优选列表。国家证券监管机构还在调查承销业务中出现的惩罚性投标（penalty bids），这种竞价模式是为了防止客户在证券承销期间购入证券后立即抛售的行为。惩罚性投标通过抑制抛售行为来维持分销价格。

在 20 世纪末，华尔街的专业人士中有 25% 是女性，十年前这一比例仅为 15%。但是女性仍然受到华尔街的歧视。1999 年 3 月，大约 900 名美林公司的女性员工因为在工作中曾受到歧视而发起诉讼。此前由 8 名女员工提起的歧视诉讼案在 1997 年尘埃落定。在一系列的诉讼要求中，这些女员工声称公

司在分配非预约客户、引入或荐入客户（leads and referrals）的时候给予男性员工优惠待遇，同时在分配离职经纪人客户资源的时候也给予男性员工额外有利的待遇。还有一起出自美邦银行的性骚扰案件。这起案件被称为“Boom Boom Room”，据说在纽约州花园城市美邦银行的分支机构中男经纪人明目张胆地对女员工进行口头和身体性骚扰 。所罗门美邦 1999 年签订了一份和解协议，用于调解仲裁由 2 万名女性员工提出的性骚扰和性别歧视诉讼。1998 年，该公司已同意斥资 1 500 万美元用于“多样化方案”，并因为同性性骚扰指控支付了 75 万美元。摩根士丹利也被平等就业机会委员会（EEOC）发现歧视女性。性别歧视案件在美国之外也很普遍。德意志银行为其伦敦分支机构的此类案件支付了巨额赔款。纳斯达克交易所还发现了另一个问题。交易所后来对会员提出警戒，指出：威胁恐吓客户，在与客户的沟通中使用亵渎或淫秽语言，以及给客户或潜在客户打骚扰电话等都是不正当的行为。

伯克希尔·哈撒韦公司在 1996 年开始发行新的 B 类股票。这些股票的价格比该公司的其他股票都低以便吸引小投资者。当时，伯克希尔·哈撒韦公司的股票每股价格为 33 400 美元，据估计将达到 80 000 美元。有 4 万个小投资者购买了新发行的 B 股。1997 年底，伯克希尔·哈撒韦公司持有 46 亿美元的长期零息国债。那时伯克希尔·哈撒韦公司的领导人沃伦·巴菲特的个人净资产接近 100 亿美元。而当巴菲特错过 20 世纪末迅速腾飞的互联网股票的时候，他敏锐的投资智慧受到了质疑。伯克希尔·哈撒韦公司的股票价格几乎缩水了一半，但得意于传统实业投资的估值上涨和互联网商务投资估值的下跌，其净收入在 2000 年翻了一番。

美国政府证券

英国已取代日本成为美国国债最大的外国持有者。1998 年英国持有超过 3 000 亿美元的美国国债，而日本的持有量是 2 930 亿美元。1997 年，回购市场大约有 6 000 亿美元的交易量，比美国国债现货交易市场还要大。1997 年 11 月，美国和英国调查了伪造美国国债的案件，涉案金额达 8 亿美元。1995 年秋季，联邦政府出现预算危机。由于当时还不清楚国会能否达成协议，出

现了美国政府债务违约的可能，这势必给全球信贷市场带来负面影响。好在危机平稳度过了。1997 年新修订的税法将长期资本利得的税率削减至 20 %。这让共同基金变得比可变年金更受人们欢迎，因为从那些可变年金中获取的收益需要支付更高的一般收入所得税。

美国政府开始允许投资者自动从他们的银行账户中扣除购买储蓄国债的成本。这是一个对储蓄国债的工资扣款计划的辅助。可购买的储蓄国债包括 EE 系列债券，这种债券的面值从 50 ~ 1 000 美元不等，按照面值的 50% 折价出售。财政部还发行系列 I 债券，虽然此债券收益率低于市场利率，但收益率会随通货膨胀率的波动而进行调整。这种债券按照面值出售，面值同样是从 50 ~ 1 000 美元不等。财政部 1998 年在国债拍卖中又一次遇到了困难。人们大量使用代理人账户以在非竞争性投标拍卖中获得远高于允许的数量，从而进行套利。财政部为小投资者专门开设了一个非竞争性投标，从而保证小投资者可以在竞争性投标确定的市场收益率水平上获得一定数量的债券。非竞争性投标的限额为 500 万美元。1988 年 8 月，财政部将直接购买国库券的最低限额从 10 000 美元下调至 1 000 美元，国债的最低购买额下调至 5 000 美元。投资者可以通过电话购买国债。从 1998 年 9 月开始投资者可以通过互联网或者按键式电话直接购买国债。财政部还通过其他方式来扩展国债产品的种类。1999 年 7 月 1 日，财政部宣布将“重启发行”10 年期通胀指数债券，计划融资 70 亿美元。

第 5 节　国际金融业及衍生品

国际货币基金组织

目前，国际货币基金组织（IMF）是发展中国家的最后贷款人。1995 年，单笔规模在数以百万计的大宗美元资金不断逃离墨西哥，IMF 拨付了 500 亿美元的救援资金。在这场危机中，墨西哥政府已经将以本国货币比索计价的债券置换为 Tesobono 债券。这是一种与美元挂钩的短期债券，可以保护投资

者免受货币贬值带来的损失。1994 年特索债券的发行额达到了 290 亿美元，巨额的债务给墨西哥财政施加了进一步的压力。墨西哥危机还使“IMF 救助资金的数量级出现跳升[①]”。紧随墨西哥经济灾难而来的是亚洲经济危机，导火线源于 1997 年 7 月泰国货币市场的崩盘。随后，亚洲经济危机爆发，很快就从最初的泰国一个国家蔓延到亚洲其他经济体。1998 年第一季度，韩国、马来西亚和印度尼西亚的国内生产总值下降了 20% 以上。IMF 开始涉入，为这些国家安排金融救援计划。1997 年 8 月，IMF 为泰国提供了 172 亿美元的救援资金以稳定泰国经济。几个月后，IMF 和几个国家承诺给予经济陷入崩盘的印度尼西亚 300 亿美元的经济援助 。

韩国接受了 IMF 安排的 550 亿美元的经济援助。该救援来自世界银行、亚洲开发银行、日本、美国以及 IMF，其中美国和日本提供了 200 亿美元。俄罗斯经济也似乎将要分崩离析，这是自苏联解体以来俄罗斯面临的第二个经济危机。1998 年 8 月，IMF 为经济状况持续恶化的俄罗斯提供救援资金。该救援计划起初预计是 112 亿美元，但据估计截至 1998 年底，俄罗斯共接收了来自 IMF、世界银行和日本 170 亿美元的援助资金。克林顿政府及其财政部长罗伯特·鲁宾（高盛集团前合伙人）被指责要为横扫俄罗斯和亚洲的金融危机负责。批评者宣称克林顿政府努力推动资本全球的自由流动，这损害了俄罗斯、亚洲和其他欠发达国家的金融体系。1998 年 8 月 17 日，俄罗斯政府出现国内债务违约，并宣布了一个为期 90 天的外国债务支付冻结期。俄罗斯政府对其苏联时代的债务进行重组，发售以美元计价的“王子”（Prins）债券。因俄罗斯经济崩溃，其债券价值降到历史最低点。因俄罗斯未能及时实施改革，IMF 暂停对其发放贷款。俄罗斯经济的崩盘引发了人们对全球经济全面衰退的担忧。

这场危机再次将 IMF 推向全球救援的最前沿。但是 IMF 的结构设计理念并非仅限于经济救援。IMF 的账户上以其自己的货币“特别提款权”计价，每个成员国按照本国经济规模缴纳一定配额的资金来获得相应数量的特别提

---

① Milton Friedman, “Markets to the Rescue,” *Wall Street Journal*, October 13, 1998, p. A22.

款权，配额的1/4需要以硬通货支付。1998年，IMF特别提款权共有1 920亿美元，但仅有一部分是以硬通货的形式存在。IMF的储备资金由于对亚洲和俄罗斯的经济救助变得紧张起来。然后IMF设法增加配额，但是美国国会开始质疑IMF的资金支出。作为通过扩容计划的最关键一步，美国国会拒绝增加美国的配额。世界银行也对IMF在国际经济中发挥的作用提出批评。1998年11月，新协议达成，美国国会同意向IMF提供额外的资金。

日本

日本在其"泡沫经济"破灭之后，于20世纪90年代陷入财政危机。日本经济正式陷入衰退，复苏希望渺茫。日本政府债券的收益率"仅仅比历史最低水平稍微高一点（1619年出现在热那亚）"[①]。日本四大券商之一的山一证券于1997年11月破产。三洋证券和北海道拓殖银行也几乎同时期破产。山一证券公司负债超过230亿美元，三名高管因涉嫌证券违法行为被日本当局逮捕。日本中央银行作为山一证券的债权人之一，被拖欠39.5亿美元。日本政府在上一次山一证券陷入破产危机的时候曾出手相助，这一次前来救援的是美林银行。美林收购了山一的证券业务，但是并没有立即扭转危机。截至1999年3月31日，美林进入日本市场的前九个月共损失2.12亿美元。1998年6月，旅行者集团宣布给日兴证券投资16亿美元。但这次收购后来同样证明了出于不同的企业文化的双方难以合作。

世界上最大的证券公司之一野村证券在1997年陷入困境，原因是该公司被发现保持了类似于J. P. 摩根20世纪20年代使用的优选名单。野村证券的优选名单中包括日本大约10 000名有影响力的名人。野村证券为包括政府官员和歹徒在内的特殊客户建立了秘密编号账户。在这个丑闻被揭露后，日本政府和众多客户都对自己与野村证券的业务加以限制。这对野村证券的业务造成了严重影响，该公司不得不进行业务重组。野村证券宣布1998财年上半年亏损17.6亿美元。其中，大部分损失来自其名为美国资本公司的美国商业

---

① "Japan: Now for the Next One," *The Economist*, October 25, 1997, p. 41.

抵押贷款子公司。该子公司在六年的时间内已经发放了320多亿美元的商业抵押贷款。该公司自己保留了部分这种贷款作为投资，还有一部分被打包进行证券化后出售。1998年12月，野村证券宣布全部出售这些贷款，并关停商业抵押贷款业务。

1998年10月，日本告知美国，其19家最大的银行面临资本短缺的问题，并且已经威胁到它们的国际运营能力。这些银行难以满足《巴塞尔协议》8%的资本要求。日本三和和大和银行向政府寻求74亿美元的资金援助。三和预计1998年将损失42亿美元，坏账达66亿美元。大和预计损失为15亿美元。大和银行作为日本最大的商业银行之一，因为无法满足国际上对银行资本的要求而不得不关闭所有海外业务。1998年10月，日本政府将长期信贷银行(Long Term Credit Bank)国有化。当时长期信贷银行已经资不抵债，负债比资产还要多29亿美元。

1998年10月，日本政府为了阻止日本股市继续下跌而开始限制卖空。日本政府一直以来面对危机时都行动迟缓，但日本在1999年10月推动了被称为“大爆炸”的金融体系改革，取消了股权类证券的固定佣金限制，开始允许银行子公司从事股票交易。这旨在提高日本证券业的竞争程度。日本中央银行甚至还采用了相当激进的零利率政策，来对抗通货紧缩。20世纪末期，日本金融状况开始好转。日经指数在20世纪末比其1989年的收盘价只低51%，但经济的恢复似乎仍然缓慢。包括野村证券和日兴证券在内的日本券商得益于东京证券交易所成交量的上升，1999年底利润丰厚。日本银行业也出现了多年以来利润的第一次增长。

国际金融

1997年12月，世界贸易组织成员国同意在WTO成员国之间开放银行、保险和证券市场。当时，外汇交易成交额达数万亿美元。中央银行有时试图干预和支持本国货币，但中央银行的货币储备规模太少无法与投机者竞争。1998年，国际清算银行持有世界上7%左右的外汇储备，还有自己的货币黄金法郎。国际清算银行在很大程度上仍然由中央银行所有，但有部分股份在

苏黎世和巴黎进行交易。十国集团每月派出代表到国际清算银行，就政策协调进行讨论。七国集团 1998 年 10 月发布了全球金融改革报告。报告提议构建一个新的全球金融结构，加大监管力度。报告倡导推行国际行为准则，建议参考各国中财政、货币和治理程序的最佳实践做法。七国集团组织了一个经济论坛，包括中央银行人员、财政部官员、监管机构官员，以及世界银行、国际货币基金组织和国际清算银行的代表。世界银行宣布设立一个基金，用来资助那些减少气体排放和改善环境的项目。参加该基金的国家将从世界银行得到气体排放贷款，具体贷款额度是根据该投资项目能实现的气体减排数量决定的。

1999 年底，美国就中国加入关贸总协定组织与中国达成协议。这其中充满讽刺。直到尼克松总统时期中国才与美国建立外交关系，此前中国一直是共产主义的忠实拥护者。现在，中国却努力加入一个以资本主义和自由贸易为信条的组织。而且并非一切都和谐。出现了“西雅图战斗”示威抗议活动，其中不时发生严重的暴力行为，来反对重启新一轮关贸总协定谈判。示威者们担忧“全球化”带来的影响和欠发达国家的劳动法规欠缺。据估计，西雅图的示威者人数多达 5 万人。类似的抗议活动在世界各地的其他城市也存在，比如伦敦。欠发达国家则反对这些抗议，因为它们认为国际贸易将有利于其经济发展。2000 年 9 月，IMF 在布拉格的会议现场爆发了骚乱活动 。

工党重新掌权后，英格兰对其金融机构的监管结构作出重新审视。新政府几乎立即就给予了英国中央银行设定利率的权力。这赋予了英国中央银行新的独立性。与此同时，工党政府取消了英国中央银行长期以来对英国其他银行进行监督的权力。这项权力被转移到已经负责监管券商的证券投资委员会（Securities and Investments Board）。自此，英国金融监管开始集中化。政府宣布正计划给金融服务管理局分配更多的责任，而减少证券和其他金融服务自我监管的责任。金融服务管理局正成为一个超级监管机构。交易团队“燃烧的法拉利”（Flaming Ferraris）1999 年 3 月在伦敦解体，原因是这一群年轻的交易员被发现参与操纵斯德哥尔摩市场指数。该交易团队的领导者是著名作家洛尔 · 阿彻（Lord Archer）的儿子詹姆斯 · 阿彻（James Archer），后来其父亲因为作伪证被

监禁。该交易团体的绰号源自他们最喜爱的饮料燃烧的法拉利。虽然团对被解散，仲裁裁决书依然要求支付给这个交易团体的领导者詹姆斯·阿彻 200 万美元作为奖金。据显示该交易团体已为公司赚了 1.75 亿美元。

期货市场

在 1997 年，伦敦黄金市场每日金条结算量接近 1 000 吨，是世界上最大的外汇交易中心。1998 年的日交易量为 6.37 亿美元，而此数字在 1995 年仅为 4.64 亿美元。纽约市场较小，但增长速度更快。为了鼓励投机者参与到英国的外汇交易业务中，英格兰引入了一个彩票计划。到 1997 年，伦敦国际金融期货及期权交易所（LIFFE）超越芝加哥商品交易所（CME）成为仅次于芝加哥期货交易所（CBOT）的世界第二大期货交易所。LIFFE 所在 1998 年 11 月进行重组。削减了部分员工，宣布将以电子交易系统取代传统的公开喊价系统。LIFFE 此前已经搬出了 1571 年就开始使用的皇家交易所大楼。该大楼将改建成一个购物商场。1998 年 7 月，伦敦清算所计划为场外交易的衍生品建立一套结算系统。伦敦清算所还想利用它的 SwapClear 系统为美国公司提供互换交易的清算业务。但 CFTC 和其他监管机构对是否需要对互换业务施加额外的监管还没有达成共识，伦敦清算所也因此陷入两难困境。

20 世纪 90 年代，期货合约的电子交易在欧洲得到快速发展。德国国债期货合约的主要市场份额从伦敦 LIFFE 转移到德国期货交易所，也就是现在的欧洲期货交易所。伦敦交易所采用的是公开喊价系统，而欧洲期货交易所是电子交易。欧洲期货交易所很快成为世界上最大的衍生品交易所。1999 年 9 月，欧洲期货交易所的成交量几乎是 CBOT 的两倍，并且欧洲期货交易所当年的成交量也超过了曾经无敌的 CBOT。电子交易系统在世界各地得到应用，包括新加坡交易所（SIMEX）和拥有法国国际期货交易所（MATIF）的巴黎证券交易所。它们的交易是遵照国际证监会组织技术委员会制定的衍生品电子交易系统监管原则进行的。

1998 年 6 月，CBOT 的一个会员席位售价为 49.5 万美元，比年初的 85.75 万美元大幅下降。会员席位价格的下降反映了美国商品交易所的市场份

额正在流失，一部分流向了外国交易所，还有一部分流向了场外交易的衍生产品。芝加哥期货交易所宣布了一项与欧洲期货交易所合作的提议，但很快在实施合作方案的过程中遇到困难。该提议最初在 1999 年 1 月被 CBOT 的成员否决，但后来这项表决又被逆转并在 1999 年 6 月通过了联合协议。CME 利用其 GLOBEX 系统为零售客户的指令创建了一个电子分配系统。芝加哥期货交易所耗资 1.82 亿美元新建了一个高科技交易大厅。芝加哥商品交易所和芝加哥期货交易所还宣布它们计划建立一个共同的清算系统，但是该计划在 1998 年 9 月被推翻。芝加哥商业交易所和纽约商品交易所计划将其电子交易系统与其传统的公开喊价交易系统分立，并转变为股份制结构。芝加哥期货交易所则仍然需要面对如何在与电子交易所竞争的同时又保留传统拍卖交易大厅的难题。为了应对来自电子交易系统和更有效率的国际市场的竞争，芝加哥期货交易所考虑引进电子交易，但交易所大厅里的会员们继续争取希望保留人工公开喊价交易系统。

纽约证券交易所放弃了涉入衍生品业务的努力。NYSE 将其纽约期货交易所出售给了纽约棉花交易所。NYSE 在 1997 年关闭了其期权交易业务，那些合同被转移到了 CBOE。CBOE 于 1995 年开始进行交易巨灾险，其收益是基于对索赔的服务报告计算得出的。1999 年 12 月，BrokerTech 宣布正在创建一个全球衍生品电子交易系统。一个新鲜水果的互联网商品交易所在 1999 年 11 月开始运行，它被称为 fruitXchange，可以进行农产品电子交易。其他商品也开始在互联网上交易。位于休斯敦的 Azurix 公司宣布正在创造一个可以买卖西部地区水资源的线上交易所，这是一个模仿天然气和电力市场的新尝试。互联网在商品销售中还有其他用途。福特汽车公司宣布与软件公司 Oracle 组建一家新的合资公司，将福特的供应网络搬到互联网上。福特允许零售顾客在其网站上议价购买其新款汽车。

1996 年，美国商品期货交易委员会批准了 92 种新型的期货和期权合约在美国交易所上市。这是有史以来最多的批准数量。当时，有超过 230 种合约在美国的期货交易所里进行交易。CFTC 还允许卖方在不需注册成为一个合约市场的情况下即可进行一些产品电子合同的交易。位于威斯康星州格林湾的

国家奶酪交易所（National Cheese Exchange）于 1997 年关闭。虽然这仅仅是一个基本上被忽视的小型市场，但是美国奶酪的价格出自此处。原有奶酪产品的交易被 CME 接管。美林证券宣布将停止其农产品期货业务，以及黄金和其他金属的期货交易业务。这类业务正在走下坡路。

CFTC 警告大众，对于广播及电视上宣称的投资者可以通过对石油价格的季节变化和由于厄尔尼诺现象造成的农产品短缺进行投机，从而把 5 000 美元的投资变成 20 000 美元迅速致富的“电视购物节目”要提高警惕以防受骗。这些电视购物节目是那些通过将响应广告的投资者的名字出售给券商来谋取利润的营销公司制作的，然后券商再对这些导入的投资者使用欺诈性的高压销售策略来盈利。CFTC 以其没有注册成为商品交易顾问为理由对这些电视购物节目公司提出指控，希望可以阻止这种不法行为。这项指控带来非常严重的问题宪法问题，也包括有关媒体牌照的第一修正案。

各州的证券管理人员也在严厉打击电话行销商品业务。这些业务往往涉及由亚洲经济危机和受影响国家不确定的币值引起的外汇诈骗行为。1998 年 12 月，CFTC 执法部门的前负责人、西弗吉尼亚州前检察官 John A. Field III 承认在电话行销业务中犯有诈骗罪。CFTC 在打击提供场外货币投机交易的非法经纪公司（bucket shops）的行动中因为最高法院的阻挠而困难重重，最高法院宣称这种场外货币交易不受《商品交易法》（*Commodity Exchange Act*）的限制。尽管 CFTC 继续要求对此交易进行监管，投资者已经因此骗局损失了数百万美元。托马斯·柯林斯已经经营非法经纪公司和“庞氏骗局”多年，但在公司破产时逃跑了。该公司已经从投资者那里骗走了 1 亿美元。柯林斯后来在圣地亚哥抢劫银行失败后自杀。

1997 年，CFTC 和商品交易所之间爆发了一场斗争。交易所希望国会能降低对仅由专业交易者和大型机构参与的交易的监管。这项规定将使交易所在与不受监管的场外衍生品交易的竞争中获得更大的灵活性。CFTC 反对这一建议，认为如果这一豁免权获得通过，政府将失去对交易所的控制权。CFTC 宣布正在对掉期和其他场外衍生品进行评估，以确定是否需要进行监管，此声明一出立即引发了一场暴怒。极力推动这项审查的 CFTC 主席布鲁克斯利·玻

恩遭到了强烈的反对风浪，其中包括美联储主席艾伦·格林斯潘、财政部秘书长罗伯特·鲁宾和 SEC 主席阿瑟·莱维特。CFTC 进行这次评估实际上是对 SEC 的新提议给出的不加掩饰的回应，SEC 试图通过创建一个新的注册类别使得衍生品交易商规避掉 SEC 大多数非常复杂的监管规定，从而减少对衍生品交易商的监管。SEC 希望通过这项“经纪商精简版”提案促使衍生交易商停止将其业务转移到监管程度很低甚至毫无监管的海外市场。

虽然 CFTC 反对 SEC 的这项提议，但该提议最终还是被采纳。只有一个公司注册为简化版券商，但 CFTC 仍然抓紧自己的管辖权不放，并对衍生品市场启动了专项调查作为其行使监管权的开始。美联储、SEC 和财政部联合请求国会出面命令 CFTC 停止调查，因为它们担心继续调查会破坏市场的稳定。国会中有很多反对此项调查的声音，但 CFTC 拒绝让步。1998 年 11 月，美国国会阻止了 CFTC 对场外交易所有的监管行动。大型对冲基金长期资本管理公司在 1998 年低迷的市场环境中因为其在衍生品业务中的经营不利而陷入困境，CFTC 因此声称应该恢复它的监管地位。LTCM 必须依靠由美联储监督的来自债权人和投资者的经济援助来摆脱困境，但是人们担心该对冲基金的倒闭可能会引发市场恐慌。即使如此，由 CFTC 来监管 LTCM 能发挥什么样的作用仍不清晰。CFTC 的新任主席威廉·雷纳（William J. Rainer）缓解了这场争执。美联储、财政部、SEC 和 CFTC 的联邦监管人员 1999 年 11 月向国会共同提交议案，声称他们认为没有必要对价值数万亿美元的场外衍生品交易市场施加额外的监管。

主席 Rainer 和 CFTC 后来提出的对期货监管的大刀阔斧的调整最终成为法律规定。根据 2000 年实施的《商品期货现代化法案》（*Commodity Futures Modernization Act*）中的“护照”条款，允许经纪人交叉注册并可以同时提供商品类和证券类期货的交易服务，这些证券类期货的基础资产包括单只股票和窄基的股票指数。这项立法还使机构间市场免予大多数监管，为建立电子交易市场和更加灵活的结算安排提供了便利。

此前，在 1997 年 12 月，CFTC 就 FutureCom Ltd. 申请成为美国第一个在互联网上开展商品期货交易的合约市场发表评论。后来的提案希望建立一个

活牛期货和期权产品的互联网期货交易所。绝大多数交易员依然希望保持在美洲交易所交易大厅通过公开喊价系统进行交易的传统。CBOT 宣布虽然交易所准备全面采用电子交易，但是交易所成员还没有打算放弃公开喊价系统。CBOT 后来发现自己在争夺国债期货电子交易的战争中处于困境。康托尔·菲茨杰拉德经纪公司（Cantor Fitzgerald L. P.）和纽约期货交易所（由纽约棉花交易所与咖啡、糖和可可交易所合并形成的控股公司）试图让 CFTC 批准为已有的那些期货合约建立一个电子交易所。这引发了 CBOT 的恐慌，因为国债期货是其交易量最大的合约。为了应对这个挑战，CBOT 开通了国债期货的 24 小时电子交易系统。但 CBOT 受到的威胁实际上微乎其微，至少在新交易所电子交易系统刚开始运行的时候是这个样子。两个电子交易系统的成交量都很低，而场内交易依然保持活跃。尽管如此，康托尔金融期货交易所在 1999 年 4 月宣布对系统进行升级以实现全面互动式交易。

其他衍生品工具

SEC 要求各家股票期权交易所提出一个将它们的业务联系起来的计划，但是交易所之间未能达成一致，只得单独向 SEC 提出各自的计划。总部设在纽约的国际证券交易所 1999 年披露计划采用基于屏幕的技术实现期权产品的电子化交易。CBOT 随后也宣布正在开发自己的电子交易系统。股票期权交易所之间的竞争在 1999 年 8 月进一步升级，缘由是它们要开始对同一股票的期权合约展开竞争。CBOT 和 AMEX 同时开始推出戴尔电脑公司的股票期权交易，此前该股票的期权交易只在费城股票交易所（PHLX）进行。作为回应，PHLX 也开始交易一些在 CBOT 和 AMEX 交易的期权产品。

所罗门美邦控股公司正在出售价值 110 万美元、2000 年 7 月 17 日到期的基于 Ten - Plus 指数的认购权证。“死亡螺旋”（Death Spiral）和“有毒可转债”（toxic convertibles）也在进行私募发行，它们是可转换优先证券。安然公司销售的合同允许公共事业公司购买保险，以便应对由于气候变化造成的意料之外的电力成本的上升。这个业务自从 1997 年就开始了。两年之内，安然公司就售出了 10 亿美元的气候对冲合约。CME 1999 年宣布计划推出气候衍

生品交易。这些合同将基于衡量四个城市温度变化的“热度日指数”（heating degree day index）。作为气候衍生产品市场的补充，公用事业公司在1999年10月推出气候债券，以便用作应对恶劣天气影响的对冲产品。

Reliance National宣布计划推出“收入保障保险”，此保险将为收入低于预期的公司提供保障。信用衍生品市场在1999年夏天非常活跃。那些合约允许参与者买入或卖出信用风险。国际互换和衍生品协会（International Swap and Derivative Association）颁发了一个“主协议”将这些衍生品合约加以标准化。摩根大通在2000年3月公布了一个基于信用衍生产品的指数，利用这个Creditex可以实现世界范围内信用衍生品的电子交易。

信用衍生品的市场价值从1994年大约40亿美元增长至1997年接近400亿美元。违约互换是最流行的信用风险工具。根据这些协议，如果借款人违约，信用互换保险的卖出方将按照面值接手买入这些债务。1997年违约互换合同的总价值大约为1 700亿美元，在1998年的前六个月又新增加了3 400亿美元。1998年12月，那些互换合同遇到了麻烦，因为无法明确究竟应该怎样界定违约，而且一旦出现违约不知道应该怎样偿付。

所罗门美邦公司回购了其在1999年10月为Comcast公司承销的价值10亿美元的债券。这些债券是可交换债券，被称为“zones”，债券价值与Comcast公司拥有的Sprint PCS公司的股票价值捆绑在一起。这些债券的表现低于预期。美林证券是Comcast公司2029年到期、价值7.18亿美元的870万股混合参与期权票据可交换证券PHONES（participating hybrid option note exchangeable securities）的主承销商。这些证券可以根据AT&T公司普通股的价值转换为现金，到期日可以扩展至2059年。美林的PHONES允许公司发行挂钩到其持有的另一家公司股票上的债券。投资者从债券获得固定利息，从股票获得股息。此外，持有人可以在到期日将PHONES置换为股票的现金价值，或在到期日之前置换为股票现金价值的90%。这种安排使得发行人能够以较低的利率获得贷款，同时免交资本利得税。2000年2月，美林公司又推出了一种可交换优先票据“PAY PHONES”，可根据麦克劳德美国公司A类普通股的价值兑换现金。美国联合能源公司（Alliant Energy Corporation）还为其提供付款

担保。

AMEX 推出了能“像股票一样交易”的指数型股票。其中包括“钻石”：指数股的持有人拥有包含在道琼斯指数当中全部股票的所有者权益。另一个指数股是纳斯达克 100 指数跟踪股（Nasdaq - 100 Index Tracking Stock），该指数持有人的收益取决于构成纳斯达克 100 指数公司的业绩（注：该指数由纳斯达克最大的非金融企业构成）。另一个投资工具被称为“蜘蛛”，是跟踪 S&P 500 的指数，其运行模式类似指数型共同基金。其他指数涵盖外国投资、交通、能源、金融、科技和公用事业等领域，甚至还有一个中型（中型企业）指数。美林推出了“医药存托凭证（Pharmaceutical HOLDRs）”，这是一些代表 20 家制药行业公司的不可分割的普通股收益所有权的存托凭证。并为该存托凭证的买卖提供连续报价。美林还推出了电信和互联网类别股票的存托凭证。它们将在 AMEX 进行交易。

由于 FASB 试图提高衍生工具的会计要求而出现了一场斗争。1998 年，提高衍生品会计信息披露标准的规范最终达成。公司被要求在其资产负债表当中披露衍生品的公允市场价值。一些参加者还需要披露额外的信息。总审计局（General Accounting Office）报告称在 1987 年 4 月至 1997 年 3 月，360 名客户在衍生品交易中共损失 114 亿美元。比利时政府 1998 年在衍生品交易中的损失高达 3 亿美元。由于其进行了基于货币价值的“超级期权”，在英国 1992 年退出欧洲汇率机制的时候，比利时政府的损失达到了 12 亿美元。虽然损失数额在后面几年当中逐渐降低，但比利时政府还是威胁要起诉其券商美林公司，美林同意支付 1 亿美元进行和解。日本公司益力多本社（Yakult Honsha）1998 年在衍生品交易中的损失超过了 8 亿美元。

20 世纪 90 年代的农场危机催生了新的金融工程工具和法律诉讼。一种叫“hedge - to - arrive”的合同成为农民进行更合理粮食作物定价的工具。粮食价格的波动导致很多此类合同违约，农民声称这是一些非法的本应在交易所交易的期货合约。大多数法院拒绝了农民的索赔要求。铜价在 1996 年暴跌，原因是人们发现住友商社的一名交易员向其雇主隐瞒了 26 亿美元的损失。该交易员被判八年徒刑。CFTC 以住友商社在 1995 年和 1996 年操纵铜市场的罪

名对其开出了1.5亿美元的罚单。住友商社的一名流氓交易员被指控控制了伦敦金属交易所90%以上的可交割铜库存。美林被CFTC指控对住友商社交易员的市场操纵行为给予协助和支持。面对这一指控，美林同意向CFTC和伦敦监管当局支付2 500万美元的罚款。美林也通过高额赔偿与住友和解。私人诉讼当事人在和解中获得了1.5亿美元以上的赔款。因为涉案的交易几乎全部发生在伦敦，这起案件似乎是CFTC努力扩大其管辖范围的尝试。流氓交易员仍然是一个问题。平原泛美管道（Plains All American Pipeline）1999年12月由于参与对石油价格进行赌注的未经授权的交易活动蒙受了1.6亿美元的巨额损失。

黄金和白银

白银价格在1997年至1998年增长了50%以上。CFTC对此展开调查。据称，一个以美国投机者构成的辛迪加团伙试图将白银从当时大约5.5美元的价格推高至9美元。1996年4月，白银的价格刚刚超过4美元每盎司。1998年1月，纽约出现了指控菲布罗（Phibro）等人操纵白银价格的诉讼。菲布罗管理着当时由旅行者集团所拥有的所罗门美邦旗下的大宗商品业务。1998年在沃伦·巴菲特和伯克希尔·哈撒韦公司大量买入白银之后，白银价格上涨至每盎司7美元。由于预期白银价格会上涨，巴菲特已经囤积了全世界大约20%的白银，约1.3亿盎司。另一个白银投资者是乔治·索罗斯，他拥有Apex银矿。白银价格在1998年2月以后开始下降，因为人们相信沃伦·巴菲特在卖出他的白银股票。

1990年大约1.47亿盎司的黄金存放在诺克斯堡，此数量不到美国黄金储备的一半。其余的黄金储备存放在美联储、西点军校、纽约仓库（New York Depository）和造币厂。曼哈顿的美联储为外国政府存放着一堆黄金，体积为10英尺×10英尺×18英尺。那个地点在1995年由布鲁斯·威利斯主演的《虎胆龙威》（*Die Hard*）电影续集当中曾充当恐怖组织的活动地。据估计，1850年以前只有大约10 000吨黄金被开采。这一数字随着加州淘金热和南非金矿的发掘迅速增加。其他黄金来源不断出现。到1997年，每年全球黄金产

量超过 2 000 吨。由于人们发现了 1857 年在北卡罗来纳州海岸沉没的“中美洲”号淘金船（SS Central America），黄金供应量又增长了，也助长了当年市场对黄金价格的恐慌。虽然沉船在海平面数千英尺之下，但是一群商人还是成功地打捞起沉船上的大部分物品。此后，这些商人却不得不与之前为沉船进行赔付的几家保险公司对簿公堂，因为保险公司坚持说从沉船上打捞起的财物应该归它们所有。

黄金作为货币的光彩日渐消失。到 20 世纪 90 年代，一些中央银行开始削减自己黄金储备的数量，特别是在黄金价格暴跌的情况下。1997 年 10 月，瑞士银行官员建议卖出瑞士一半以上的黄金储备，黄金价格受此影响大幅下降。阿根廷卖光所有的黄金储备，转而投资于美国国债。一位耶鲁教授对整个黄金储备体系提出批评，他质疑将付出巨大代价才挖掘出来的黄金再次埋藏于地下金库的意义。尽管如此，世界黄金协会称多数中央银行仍将黄金视为一种重要的货币工具。

黄金价格在 1997 年 12 月 10 日跌至 282. 8 美元每盎司。此价格是 12 年以来的新低。后来在股市下跌的时候，黄金市场出现过反弹。1998 年 9 月 10 日，纽约商品交易所 12 月交付的黄金价格达到了 293. 80 美元每盎司。但是这波增长行情非常短暂。1999 年 4 月，瑞士投票决定切断黄金和瑞士法郎之间的关联，并允许政府出售一半数量的黄金储备。其他一些中央银行也在出售黄金，包括澳大利亚、比利时和荷兰。英国 1999 年 5 月宣布出售 125 吨黄金储备。这些都造成黄金价格的进一步下降。

克林顿总统宣称 IMF 应该出售 14 亿美元的黄金储备以便为欠发达国家的债务减免融资，这个声明给黄金市场带来了进一步的伤害。当时，IMF 持有 1. 03 亿盎司黄金。IMF 在 1976 年至 1980 年已经出售了 1 500 吨黄金。1999 年，IMF 宣布再次出售其黄金储备的 10%。到 1999 年 6 月，金价跌至 268 美元每盎司，是 20 年以来的最低点。1996 年，每盎司黄金价格曾达到 400 美元。在英国中央银行拍卖掉 25 吨黄金储备之后，黄金价格在 7 月再创新低。当 15 家欧洲国家中央银行宣布五年之内暂停出售黄金之后，金价在 1999 年 10 月反弹，每盎司价格上涨接近 50 美元。2000 年 3 月，瑞士国民银行宣布

将其大约一半的黄金储备卖出，总价值达 120 亿美元。J. P. 摩根的确在 2000 年 4 月提供了一些利好消息，它建立了一个专门销售黄金产品的互联网网站，希望能借此推高黄金的价格。另一种贵金属的价钱也在波动中。1997 年 9 月，作为一项投资产品，美国铸币厂开始出售价格为 424 美元的可作为投资品的铂金金币，但此后铂金价格开始下降。

第5章 世纪落幕

第1节 互联网货币和交易

传统货币

20世纪末，利用纸币和硬币这两种传统货币完成的交易仅仅占全球范围内美元交易额的8%。其余的经济交易由支票、电子转账和记账（book entries）完成。现金交易主要出现在20美元以下的小额交易。即便这样，每年美国华盛顿联邦铸币局仍然要耗用5 000吨纸和2 000吨油墨印制货币，其中一部分是为了替换在流通中破损的货币。有研究表明，一张美钞在磨损前已经被折叠了4 000次。为了应对纸币在流通中的磨损问题，政府也在考虑是否采用塑料作为铸币材料。同时，为了遏制伪造货币的问题，在纸币制造过程中采用了一系列新的设计。即使这样，仍然存在货币伪造现象。在菲律宾查获了价值2万亿美元的联邦货币假钞，也有从其他国家流入的假币。在田纳西州丹维尔（Danville）的一家冰激凌店（Dairy Queen）里，曾有售货员收到了一张面值200美元正面印有乔治·布什总统头像的假币。

1999年7月市面上一度出现一分钱硬币短缺的现象，虽然仅仅在此之前的三年时间中，美国铸币局（United States Mint）已经累计发行超过3 120亿

个一美分的硬币，约合每个美国人平均拥有 426 个。但是由于人们常把硬币随意丢弃在抽屉中而忘记使用它们，流通中硬币不足的问题还是出现了。为此，费城和丹佛铸币局每周工作六天，24 小时不停地加紧铸造一美分硬币。

1997 年，佛蒙特州的蒙皮里尔（Montpelier）市的商业领域开始流通一种叫“绿山工时”（Green Mountain Hours）的地区性货币。这种货币面值 10 美元，恰好等于蒙皮里尔当地的平均时薪。参与这个项目的公司允许用这种工时货币来兑换商品和服务。在意大利，一位法学教授创造了一种叫 simec 的民间货币，每两个 simec 货币可以兑换一个里拉（lira）。意大利政府试图取缔 simec 货币，但意大利法院允许它的流通。另一件趣事出自艺术家 J. S. G. 鲍格斯（J. S. G. Boggs）。他以画画作为支付手段来传播自己的画作。他一度创作了很多关于货币的讽刺画并用这些讽刺画来充当货币，而商人们却广泛地接受了鲍格斯的艺术品，并且还作为珍品来收藏。

信用卡

然而上述问题并不足以对现有货币体系造成严重威胁，纸币和支票真正面临的竞争是“电子货币”。例如，信用卡可以代替纸币或支票进行消费并能立即获得信用支付。由于银行持续地向潜在用户寄送大量的信用卡，几乎人人都可以获得这种“塑料货币”。仅在 1997 年，信用卡发行机构就寄出了 3 亿封此类信件。它们向持卡者提供常旅客里程积分和其他优惠，例如信用额度和购物折扣。信用卡公司还大力推广“金卡”，这些金卡收取的年费、服务收费标准和要求账户资产余额都更高，从而能给信用卡公司带来更多的收益。威士卡国际（Visa）和万事达卡国际（Mastercard）提供的金卡信用额度至少 5 000 美元。由于比其他种类的信用卡拥有更高的消费额度，白金信用卡在高端客户中比金卡更受欢迎。1999 年发行的美国运通黑金卡年费高达 1 000 美元。这种黑金卡只能由运通公司主动邀请才能获得，其每年昂贵的年费除了可以体现持卡人的尊贵地位之外，似乎并没有其他理由。

1998 年 10 月，消费者借款由 1992 年的 7 700 亿美元提升到 1.3 万亿美元，其中 40% 来源于信用卡消费。当时，美国人平均手持三张信用卡，日常

消费中的25%左右使用信用卡完成。信用卡借款业务也是美洲银行业利润最高的业务种类。在美国，威士和万事达的信用卡占据了75%的信用卡市场交易份额。1998年，拥有超过2万个成员机构的威士国际组织（Visa International）负责为威士信用卡提供服务。威士国际提供包括威士金卡、威士借记卡、威士商业卡、威士经典卡在内的多卡种，任何一种卡都可以在威士全球自动取款机系统使用。接近6亿张威士卡在使用中，它们能在超过1 400万个地方使用。仅1997年，使用威士卡完成的交易就超过1万亿美元。小企业也经常利用信用卡作为它们的融资渠道。

当时，美国运通公司也正从之前尝试向多个金融服务领域扩展的失败中恢复过来。它们重新将精力集中到信用卡业务上来并获得了成功。1995年，美国运通公司拥有3 800万持卡人，持卡人消费额达到1 600亿美元。另外一项传统业务美国运通旅行支票于1995年以260亿美元出售。此外美国运通公司也在探索其他业务，这其中包括海外电话银行，这项业务使得客户能通过电话或个人电脑对其账户进行操作。1998年，通用资本（GE Capital）率先开启了私人定制信用卡业务。它向John Deere、Montgomery Ward在内的很多人发行了这种私人定制信用卡。此外，还出现了由贸易组织、工会组织、国际热棒协会（International Hot Rod Association，美国和加拿大的一个摩托车角逐赛组织）等这种团体发起的附属信用卡。MBNA集团和First USA是附属信用卡的两大发行机构。发现卡（The Discovery Card）作为另外一个广受欢迎的信用卡，由摩根士丹利添惠（Dean Witter）通过Novus Services Unit发行。美国运通卡和发现卡面临来自威士和万事达信用卡的强硬抵抗，竞争一度进入白热化的程度。1998年10月威士美国公司和万事达国际遭到了反垄断诉讼。司法部认为威士和万事达公司由同一个大型银行集团控制的交叉所有权形式违反了《反垄断法》，认为这两家公司阻止了其他银行发行美国运通卡。

威士集团在董事会层面出现变故，1999年2月花旗集团宣布退出。花旗集团认为自己公司的标志在威士卡上不够明显，它们希望威士的标志能换到卡片的背面，从而卡片正面仅出现花旗集团自己的公司标志。花旗集团反对共有品牌。1999年3月，花旗集团宣布加盟万事达公司并将自己的业务转移

到万事达旗下的信用卡。这些变化凸显了小银行和大银行之间的冲突：小型银行乐于使用威士和万事达卡来帮助它们进行营销推广；而大型银行则担心使用威士的标志会降低自身品牌在公众当中的价值。大型银行更愿意组建自己的信用卡分支机构，而小型银行将继续依赖威士卡给自身业务带来的便利。为了应对这种威胁，威士在1999年6月宣布以后银行可以把威士标志放在借记卡的背面。

“收单”（Merchant Processing）是信用卡行业的重要分支业务。此类业务包括对信用卡消费交易进行授权，处理信用卡交易和清算，以及给商户转账。20世纪90年代中期，该业务的主要运营商包括国民银行卡集团/第一数据卡服务、美国运通、发现集团、通用资本、西尔斯、发卡服务、第一美国和国民数据集团（NaBanco/First Data Card Services、American Express、Discover、GE Capital、Sears、Card Establishment Services、First USA、National Data Corporation）。20世纪末，美国第六大信用卡发行商普罗威登金融集团（Providian Financial Corp.）同意因自身的误导性开票和销售行为向消费者赔付3亿美元。

有些信用卡用户为了逃避偿还信用卡而把债务转移到其他的银行卡上，常见的是转移到那些为了吸引新用户而以低利率作为诱饵的银行卡上。当然，这其中一定会有欠债不还的人。商业金融服务公司（Commercial Financial Services Inc.，CFS）是美国最大的债务催收机构。在其众多业务中有一项就是从各银行收购没有按期偿付的信用卡债务，然后组合打包以固定收益产品的形式重新出售。然后，CFS从债务人那里获得偿付。但是1998年11月CFS遭到对其进行非法催收行为的指控。

信用卡行业的一个创新是所谓的预付礼物卡，这被作为礼券的替代物。SEC允许投资者使用信用卡购买共同基金和变额年金。财政局（IRS）也在1999年开始允许纳税人使用信用卡支付他们的联邦所得税。信用卡可以用于支付税款的最大金额为530万美元。这项业务非常受欢迎，因为信用卡公司提供的常旅客项目会奖励免费机票。借记卡在美国也日益受到欢迎。借记卡从本质上可以看作一种电子支票，在你使用借记卡的时候，相应的金额就从

你的账户中被扣除了。与之不同，信用卡则一般要求持卡人在月末还清欠款或者将债务累积到下个月，这些累积到下月的债务余额实际就是信用卡公司向持卡人提供的一种贷款。消费者要为未偿还余额支付利息，并且利率通常非常高。威士与万事达公司和零售商之间还就借记卡问题爆发了冲突。零售商声称这两大公司强制它们接受其发行的借记卡，这违反了《联邦反垄断法》。零售商有怨言主要是因为相比信用卡，它们需要为借记卡支付更高的交易费用。当时，借记卡市场比信用卡市场的发展速度快很多。1998 年，威士共发行了 7 380 万张借记卡，较前一年增长了 8 倍。据预计，到 2005 年，由借记卡完成的交易能占据全部银行卡交易的 48%，而这一数值在 1997 年仅为 21%。

智能卡

智能卡是借记卡的一个变种。这些卡通过内置的微型芯片来工作，并且可以在现金机器上充值，也能把其中的储值提现。20 世纪 90 年代，智能卡在欧洲替代纸币和支票，被广泛地应用于支付账单、停车费和电话费。墨西哥边境的纺织工厂使用智能卡支付工人的工资。工人在上班和下班的时候刷智能卡，以此进行签到。随之还可以使用智能卡直接就工人的工作时间支付现金。在乌干达可以使用智能卡购买汽油，南非矿工和农民的工资也使用智能卡发放。美国一些大学允许学生使用储值卡支付日常的餐费、书费或者其他支出等。

超级智能卡可以用来查询账户余额，进行证券交易和一些其他操作。智能卡被视为纸币的替代品，有时也被称为“电子钱包”（e－purse）。1996 年就发行了超过 7 000 万张智能卡。那段时间，智能卡的使用量以每年翻倍的速度增长。

其他一些创新也出现了。比如说，杂货店引入自助扫描机，顾客可以自己完成扫描付款而无须依赖收银员。在加油站顾客可以自己加油，然后在加油机上使用信用卡结账。这与之前“全面服务”的加油站大相径庭，以前顾客什么都不用干，服务人员会帮你加满油箱还会顺便把挡风玻璃清扫干净。

联邦政府也开始使用电子系统来支付社会福利金，并要求州政府把以前的纸质食品券换为像自助取款机或借记卡一样使用的食品卡。但是政府很快就发现这个系统成为诈骗者的目标。路易斯安那州有10个人被指控利用电子福利卡诈骗政府高达2 000万美元。其他地区还存在21个类似的案件。

威士公司开始使用芯片技术来代替传统信用卡的磁条。1996年芯片储值卡威士现金卡（VisaCash）在佐治亚州亚特兰大夏季奥运会投入使用。运动员和游客可以在很多商户那里使用这种可以反复充值的智能卡。此次奥运会期间，有超过20万笔的交易是由这种智能卡完成的。即使如此，这次试验也表明消费者还需要一段较长的时间才能完全接受这种智能卡。1998年大通曼哈顿银行（Chase Manhattan bank）、花旗银行、威士美国、万事达国际开展了另一项电子货币的试验。共发行了一万张智能卡，并在曼哈顿约400家商店安装了读卡器。这些智能卡采用的是芯片而非磁条，可以使用自助柜员机（ATM）充值，最高储值额是500美元。消费者可以使用此智能卡替代现金来购买商品。

但是，店主发现有时消费者并不喜欢智能卡。即使这样，银行仍然相信最终大众会接受智能卡的。万事达和伦敦国民西敏寺（National Westminster）银行旗下的Mondex系统参与了这个试验。这个系统是一个非常高端的纸币的电子替代品。顾客可以使用此系统给商户付款，继而商户可以使用这笔款项来支付自己的账单。消费者对于Mondex智能卡的这项创新性尝试并没有太大的兴趣。首先，人们担心在银行破产的时候，智能卡中的余额是否安全。其次，人们质疑这种智能卡并非真正的“哑卡”，因为消费者在这些智能卡中的储值实质上为智能卡的发行者提供了无息贷款。1998年底，消费者对这项支付媒介的兴趣已经非常低，迫使银行不得不重新考虑这项业务。部分智能卡退出市场成为收藏家的藏品。太阳信托（SunTrust）银行曾经试图阻止这种收藏行为，它们的智能卡曾经被认为“设计的很时髦很新颖[①]”。

---

① Karen L. Tippett, "Hoarders Can't Bank on Getting This Cash from a Local Branch," Wall Street Journal, August 5, 1998, p. S1.

其他电子金融

人们尝试发明一种借助电子签名在电脑系统上开出通过互联网使用的电子支票。消费者进行网购的时候可以通过电子货币系统来支付，数字货币(DigiCash)在1997年应运而生。消费者首先需要在银行开立一个账户，然后就可以进行网上支付。另外还有一个叫NetCash的电子系统使用加密技术进行转账。消费者向NetCash发出支票或货币指令，然后通过电子邮件收取电子代金券。在得克萨斯州的休斯敦市，人们可以把支票像借记卡一样使用：在这一系统下，消费者把支票给商户，商户像刷借记卡一样刷支票，然后这笔款项就从支票持有人的账户中扣除。

联邦政府、财政部和其他部门创立的直接存款联盟使得公司可以把员工的工资支票直接存入员工的银行账户。很多大型公司已经采用了这种工资支付方式。每天，在世界范围内完成的电汇交易达数万亿美元。仅1993年，美国的电子转账业务就达到了400万亿美元。1995年，超过140家的国内和国际银行使用纽约清算中心的CHIPS（New York Clearing House CHIPS）系统。国际性支付系统SWIFT被137个国家中的5 200个金融机构所采用。公用事业公司和银行试图推广电子账单的使用。1998年，电子账单支付完成了30亿笔交易，而由借记卡完成的交易仅为26亿笔。即便那些使用现金支付的顾客也更多地从自助取款机取现。截至1996年，美国大概有12万台自助取款机，每年取现90亿美元。加利福尼亚州的一些地方组织试图让银行取消在自助取款机上的提现手续费。美洲银行和富国银行则宣称如果这项提议实施的话，它们将禁止其他银行的持卡人在其自助取款机提现。

支票

虽然电子货币的使用快速增长，但美国的支票使用量也上升了。这个结果出乎人们的预料，大家曾认为随着信用卡和其他电子支付的广泛使用，支票的使用量会下降。1998年，共开出了650亿张支票，是1978年支票使用量的2倍。相较于欧洲和日本，美国支票的使用量分别是它们的8倍和122倍。

据估算，如果停止使用支票，一年可以节省900亿美元的交易成本。最直接的解决方案是促使支票清算过程进一步自动化。纽约清算中心引入一个电子支票承兑系统以便加速支票的处理速度从而节约成本。银行不再将被取消的支票返还给客户。相反，客户会收到支票的小图片和银行清单，或者他们可以要求银行保留被取消的支票。联邦政府授权银行每个月向其客户提供电子账单。

当出票人的账户中资金不足时，其开出的支票会遭到银行的拒付并且要求支付一定的费用，人们认为银行从中获得了非正当的收益。当银行收到来自同一个客户开立的支票时，会首先承兑最大金额的支票。这就意味着更多张小数额的支票可能会被拒付，但是这种现象会被避免如果银行最后承兑数额最大的支票。由于银行会向每一张遭到拒付的支票收取费用，这种先大后小的承兑规则使得银行可以从中获得丰厚的收益。此外还有报道称各银行之间存在信用卡账户的买卖以便能够征收更高的利息。因此，有时需要为被转移的信用卡余额支付相当高的利率。

家庭银行

20世纪80年代，得益于苹果电脑的发展，个人电脑流行起来。到1998年时，美国人在个人电脑上的花费已经超过了电视机。那时，美国家庭中共有3 000万台个人电脑。1999年，大约54%的美国家庭拥有电脑。互联网于1991年投入使用，并且很快就获得了数百万的用户。互联网成为金融服务公司和其他商业做广告宣传其产品的媒介，也成为购物和支付的平台。计算机网络货币（Computer Internet Money）的发明使得消费者可以在网上使用信用卡购物。亚马逊公司就是一个很好的例子，消费者可以在这个网络书店购买书籍、录像带、音乐制品，后来随着业务范围的扩大，消费者可以通过安全服务器在亚马逊上购买其他的商品。网上购物只需简单地点击电脑鼠标就可完成。但是互联网商业使得州政府征收营业税变得困难，这必将影响政府的税收收益。国会批准了对互联网交易暂时的免税。第一虚拟控股（First Virtual Holdings）公司发明了网上电子货币支付系统，从此可以在网上使用信用卡

支付。北加利福尼亚州的第一联合银行（First Union Bank）推出的数码硬币（CyberCoin）支付服务可以完成网上交易。1998 年开始试图创立一个统一的支付系统，使得人们可以完成账单的网上支付。“账单整合器”（Bill Aggregators）接收并完成消费账单的线上支付。商业银行也开发了类似的电子账单系统，从此客户可以在网上查询和支付账单。CheckFree 是一个较大规模的线上账单支付服务的提供者。1999 年，CheckFree 就完成了 1.25 亿次线上交易。美洲银行、花旗集团和微软公司都持有 CheckFree 公司股份。

早在 1970 年银行业就开始尝试家庭银行业务。1981 年 10 月，《美洲银行家》杂志发表了一系列文章推广电话家庭银行业务。最初的家庭银行业务可以使用按键式电话机查询银行账户余额和进行转账。花旗银行推出的直接存取系统（Direct Access Program）能让客户支付账单、查询账户余额。互联网的应用为家庭银行业务的发展提供了更广阔的空间，迅速地吸引客户使用网络银行。客户无须额外安装任何软件就可以使用网络银行。他们可以使用安全服务器在网络上进行账户操作。客户仅需要安装一个调制解调器，后来大多数笔记本电脑都自带有调制解调器。但人们担心《1862 年印花税支付法案》（*STAMP Payment Act*）会阻碍电子货币的发展。在美国内战期间，该法案用来阻止被称为“辅币”（Shinplasters）的以银行信用发行的小面额钞票的流通。但是这一障碍并没有成为限制，客户最终被允许在网上银行进行操作。但是，人们依然需要警惕互联网货币成为滋生新一轮类似于南北战争时的“野猫银行”的沃土。

加拿大皇家银行（RBC）、美洲银行、国民银行、Fleet 和第一银行系统联合控股的 MECA 软件公司推出了能让客户直接操作其银行账户的软件系统。客户可以查询账户余额、支付账单、签发支票、转账、查询当前利率。1996 年货币监理署批准了阿波罗信托公司提出的利用互联网开展家庭银行业务的申请。那时，三大主要银行允许其客户在网上完成汽车贷款的申请。国民银行宣布它们正开发一个可以最高提供 1 万美元个人无担保汽车贷款的自动化系统。同时，国民银行还面向公司客户提供一种服务，使得一家公司可以通过国民银行的系统运营线上商店。

15家大银行与IBM联合组建了Integrion金融网络作为发展家庭银行业务的基础平台。到1998年，有20多家银行能够提供让客户进行交易的互联网网站。1998年10月花旗银行宣布，它正在创建一个新的网上银行系统，该系统可以向客户提供网上银行业务、经纪业务和金融信息。花旗银行希望以此取代原有的网上银行业务系统Direct Access，新系统不再要求客户必须使用特定的花旗银行软件。富国银行自1995年开始提供网上银行业务，到1999年，线上用户已有84万。大通曼哈顿银行1997年开始提供网上银行，1999年便拥有了40万的网络客户量。

"虚拟"银行通过网络进行运营。这些数码银行仅仅存在于线上，它们没有实体办公室。相反，客户通过互联网开立账户并进行银行业务。第一家互联网银行是安全第一网络银行（Security First Network Bank），后来又出现了亚特兰大网络银行（Atlanta Bank）、加拿大公民银行（the Citizens Bank of Canada）、马克吐温银行（the Mark Twain Bank）和第一互联网银行（the First Bank of the Internet）。这些银行获得了由货币监理署颁发的营业资格并投保了存款保险（FDIC insurance）。最佳银行（BestBank）也是一家虚拟互联网银行。不幸的是，它于1998年7月破产。

第一银行（Bank One）宣布正在创建一家互联网电脑银行。富国银行和美洲银行的网上银行业务已拥有超过100万名的客户。到1997年，超过200万个家庭使用个人电脑进行银行交易。预期十五年内95%的家庭将可以使用网上银行。到1998年，150家公司的80多万名客户在网上完成支票业务，比前八月增加了四倍。像支票本一样的电脑程序Intuit's Quicken，使得客户能够进行网上理财。1995年，Intuit公司通过美国在线（America Online）提供家庭银行服务。瑞士的银行瑞银（UBS）1998年7月宣布计划利用Intuit公司的Quicken财务软件提供网上银行服务。与此同时，微软公司将其软件包货币（Money）出售给了英国的各大零售银行，包括巴克莱银行和苏格兰皇家银行。荷兰银行控股公司（ABN Amro Holding）宣布将为网上银行业务投资约18亿美元。ING集团于2000年3月宣布计划在未来三年中对网上银行业务投资20亿美元。其他的欧洲银行也有类似的计划，这其中包括德意志银行股份有限

公司（Deutsche Bank AG）。

互联网商务

1999年9月30日橡树投资合伙公司（Oak Investment Partners IX）宣布创建一个规模为10亿美元的资产池，将投资于方兴未艾的互联网经济。仅通过网络运营的公司eCredit. com为企业间电子商务（B2B）提供实时信贷，它承诺在数秒钟内作出信贷决定。CapitalThinking开设了一个在线商业抵押贷款市场，向贷方提供贷款申请。出资方将事先设定好其贷款标准以方便借贷双方的匹配。MortgageSelector. com是一家提供抵押贷款报价的互联网公司，它是为了满足经纪人和银行的需求而设立的公司，在其网站上会报出20多家出资人的贷款价格。

证券行业也感受到了电脑和互联网的影响。《1996年国民证券市场改革法》（*The National Securities Markets Improvement Act* 1996）要求SEC向国会报告关于技术进步对证券市场的影响。SEC在两年后提交了相关报告。它们发现很多投资者使用互联网获取证券信息。披露文件以电子文档的形式存放在SEC 1984年建立的电子数据收集分析和检索系统（EDGAR）。到1995年，70%以上的上市公司通过EDGAR系统提交文件。这个系统可以通过互联网访问。1996年5月，SEC要求所有国内注册人通过EDGAR系统提交电子文档资料。SEC的技术报告还发现投资公司通过网络向投资者提供大量的信息和服务。它们的分析报告认为得益于更快的信息传递速度、更有效的信息沟通，资本市场的效率得到了提升。

到1995年，全美有近一半的家庭至少拥有一台电脑，其中约16%的家庭连通了互联网。由此网络证券市场得以建立。许多上市公司通过互联网发布商业和财务信息。共同基金也通过互联网向投资者提供信息和服务。经纪商和机构投资者越来越多地使用计算机系统管理库存、订单和风险，以及收集和发布信息。春街啤酒（Spring Street Brewing）是第一家通过互联网完成首次公开发行的公司。该公司计划筹集500万美元，但最终仅仅募集到160万美元。尽管如此，后来还是有多家公司采用这种模式。SEC担心投资者可能会

被误导，从而对这种网上的 IPO 业务进行干预和规范。SEC 许可 W. J. Gallagher&Co. 的子公司通过互联网向合格投资者出售私募和公开发行的股票，也放行了查尔斯·施瓦布公司（Charles Schwab & Co.）在互联网上进行公开“路演”。过去，在正式的首次公开发行之前，“路演”仅向承销商和机构投资者开放。但是，SEC 禁止上市公司仅仅向股票分析师提供非公开信息。这项规定切断了传统的向市场传递信息的渠道，似乎与 SEC 坚持的信息披露最大化的原则相悖。但是，SEC 相信这种非对称信息的格局能带来比选择性披露信息更大的益处。

互联网诈骗

1998 年，网络上流传着影响股票市场价格的谣言和信息。网络聊天室有时会出现一些误导性的投资提示。有一家名为“Tokyo Joe's Societe Anonyme”的聊天室，订阅者每月支付 100～200 美元，以获得 Tokyo Joe 的股票交易提示。这个人后来被 SEC 指控涉嫌欺诈行为。许多在网络聊天室提供投资建议的顾问自身并不具备投资经验。网络上还存在着其他形式的诈骗行为。SEC 和各州的监管机构查处了一批利用互联网进行欺诈的案件。据说投资者被骗走超过 1 亿美元。SEC 在 1998 年 7 月宣布创建一个名为互联网执法办公室的特殊部门。当时，SEC 每天能收到超过 120 个关于互联网证券诈骗的投诉。网络诈骗的形式多种多样，包括网上赌场、未注册股票发行、经纪人无根据的证券行情评论。曾经，SEC 指控一项在互联网以 300 万美元的价格向20 000 名投资者出售未经注册证券的案件。投资者被告知他们可以从一个全球范围的电话彩票中获取巨额利润，这个彩票将使用 900 个电话号码，每个参与者使用电话费购买彩票。这个彩票计划募集 3 亿美元，但该公司甚至未能披露该计划相应的法律法规和技术障碍。在另一个彩票丑闻，老年人被骗了7 000 万美元。这些受害者被告知他们赢得了一个其实根本不存在的彩票，在获得奖励之前需要支付税费和其他费用。

在一起互联网诈骗案件中，SEC 指控该人通过互联网非法募集资金投资到两家哥斯达黎加公司，该人谎称自己与连锁超市 A&P 有重大分销合同。另

一名被告被 SEC 指控在互联网上募集资金用于筹建在多米尼加共和国的乙醇厂。他承诺给予投资者 50% 的投资回报率，但这根本是无稽之谈。在另一起互联网诈骗案中，被告人出售一家巴拿马籍公司的债券，但这家公司资产为零。投资者被告知这是一项无风险投资，每年回报率 11.75%。发起人声称该公司将资金投资到拉丁美洲的商业发展中。该公司还创建了《世界财经报告》网络杂志，并在这本杂志上发表文章兜售其发行的债券。

Presstek 公司于 1997 年提起诉讼，声称某些人通过互联网发布其公司的虚假报告，以便卖空获利。一个来自北卡罗来纳州罗利市的人因为发布了本应该由彭博新闻发布的其公司被接管的虚假报道而被逮捕。这个虚假公告显然是为了抬高公司的股价。SEC 起诉了在互联网上向投资者提供免费股票的公司，而获得免费股票的条件是提供个人信息或者签订协议去购买服务。SEC 认为这些股票毫无价值，但后来该机构被允许发行这种免费股票，前提是按照《联邦证券法》进行注册。DoctorSurf. com 就是一家发行免费股票的互联网公司。

1998 年 10 月，SEC 提起 23 起涉嫌互联网诈骗的诉讼，涉案人数达 45 人，其中包括欺诈性的“垃圾邮件”。1999 年 5 月，SEC 又对 26 家涉嫌发售未注册股票、进行互联网欺诈的公司和个人提出诉讼。“互联网兜售”是另一个问题，表面上它们是提供中立的股票投资建议，但实际上是兜售它们自己推广的股票。互联网也为其他活动创造了可能性。1999 年，GTE AirFone 允许乘客在飞行途中从彭博社获取纳斯达克的实时报价。最令人兴奋的进步是投资者可以在网上提交订单，这样就避免了通过经纪人下订单时遇到的时间延误问题。这是一个为低佣金网络券商量身打造的商业模式，因为这项业务并不需要客户代表来完成交易或提出投资建议。交易成本下降，佣金费用下降。这使得小型券商也能够快速地交易大批量的交易。1994 年低佣金券商 K. Aufhauser&Co. 完成了第一笔网上交易，该公司后来并入 Ameritrade Holding Corp。1997 年 Ameritrade 宣布，对通过互联网交易的股票将只收取 8 美元的佣金。Quick&Reilly 公司也收取同样的交易佣金。E * Trade 证券也加入了在互联网上提供低佣金经纪业务的竞争，该公司很快就拥有了 8 万名客户。E *

Trade 集团 1996 年公开上市，通过它们进行一笔线上交易的价格为 14.95 美元，E * Trade 的广告宣传攻势激发了投资者的投资热情。

网上交易

1995 年，嘉信（Charles Schwab Corp.）推出了名为 Equalizer 的软件，让投资者通过自己的电脑交易股票，但不能通过互联网。在接下来的一年里，嘉信推出了网上交易。1997 年，嘉信推出了一个名为 e. Schwab 的新的互联网交易系统，每笔股票交易的佣金为 29.95 美元，每笔交易最多为 1 000 股。而到了 1998 年 9 月时，嘉信客户中已经有超过 50% 的交易都是通过网络进行，比上年增长约 36% 。在那时，大约有 80 家网络经纪公司。嘉信发现利用互联网交易最初是一个昂贵的方式。1998 年第一季度通过网络执行的交易占比大幅上涨，但低廉的佣金一度导致嘉信的收益下降。

互联网交易服务有时候在线执行交易单比较困难，特别是在交易量较大的时期。电脑故障则是另一个问题。嘉信理财因互联网股票交易被起诉在当时也是一个热门话题。当投资者以高出初始发行价格很多的价格购买股票时，他们会变得很沮丧。有人担心自动交易系统妨碍了正常的交易速度，从而导致二级市场股票价格上涨。一些交易员通过网络交易时经常经历下单后无法取消的事情。开市前，嘉信理财共收到 1 500 个取消交易单的请求，大约 300 个未能得到及时处理。为此，纽约总检察长就网络券商的服务客户的能力进行了为期 9 个月的调查。他发现网络公司大规模宣传了在线交易，但没有为上涨的交易需求作出充足准备。众多公司的交易系统存在不足之处。互联网交易引发了一个新的问题，那就是经纪商是否应该为客户进行与自身风险承受能力不匹配的交易负责。以前仲裁曾经认定，折扣经济上虽然不向客户提供投资建议，但是仍然要对客户从事不恰当的交易承担责任。证券业开始努力建立监督机制，以确保滥用互联网的行为得到遏制。经纪公司开始创建“搜索引擎”来筛查旗下注册的经纪人在电子邮件中是否使用了不恰当描述。

1999 年 2 月，在线交易佣金仅占全部经纪业务佣金收入的 10% 以下。然而，预测认为线上交易的收入将迅猛增长，到 2002 年有望达到 35 亿美元。

在线用户量有望由 1996 年的 150 万户上涨至 750 万户左右。这一市场的增长推高了网络券商的股票估值。1998 年，嘉信理财的股票市值超过了美林证券。其他大型网络券商还包括 Ameritrade、TD Waterhouse、National Discount Brokers 和 E * Trade。这些公司在广告和营业费用上都加大了投入。1999 年 10 月，前十大在线经纪公司宣布它们计划在广告宣传上投入 15 亿美元。TD Waterhouse 向开通网上交易账户并存入至少 1 万美元的客户提供 1 万英里的常旅客里程。1997 年美国在线（AOL），在其网站上挂出 4 家低佣金券商的广告。这 4 家公司每年为此支付 1 250 万美元的服务费。

据报道，一家券商曾经宣传道互联网上最受欢迎的产品是“性和金融服务，互联网是获取这两种信息最便捷的方式”。[①] 富达投资集团（Fidelity Investments）提供了一个发送投资资讯，自助提醒股票价格、发送成交报告单以及账户余额的传呼服务。此外，该公司允许客户利用一个名为 Powerstreet 的无线技术从几乎任何地方进行交易。客户能通过个人电脑甚至掌上工具完成在线操作。此后，嘉信公司宣布将与瑞典无线设备制造商爱立信建立战略合作伙伴关系，推出线上服务。管理 480 亿美元资产的资产管理公司自由金融公司（Liberty Financial Companies），开发了 WebSaver 系统，让客户通过 WebSaver 在线订购固定收益年金。1997 年，德意志摩根格伦费尔（Deutsche Morgan Grenfell）开发了一个名为 World Wide Web 的网站，可以让客户在网页上交易各国的股指。日本山一证券（Yamaichi Securities）在网上发布兼并收购项目的信息。2000 年 2 月美国运通宣布其经纪业务的客户如果能在账户里持有 2.5 万美元的股票就能够在线免费交易。那些账户余额 10 万美元的客户，在线交易对单笔 3000 股以下的交易免费。

1997 年，IBM 董事长路易斯·郭士纳（Lou Gerstner Jr.）在一次证券行业会议上曾预言整个证券行业将转移到互联网上。而美林公司董事长戴维·科曼斯基（David Komansky）持有不同看法，他表示美林公司不会跟在线交易者进行竞争。美林公司担心其高薪聘请的“全业务”经纪人将遭到收费低廉的

① Anita Raghavan, "Why Wall Street Firms Trail in On - Line Battle," Wall Street Journal, June 2, 1998, p. C1.

线上交易的严重冲击。在以往的营销推广中，像美林这种大型的可以提供综合服务的券商公司大力强调其经纪人和客户间的密切关系以及自己良好的服务质量，并以此证明收取高额佣金的合理性。但时代正在改变，电脑已经成为一个不可忽视的存在，美林证券的客户群也逐渐变得年轻，现在的客户更加习惯使用互联网。1994 年，美林公司客户量为 410 万人，平均年龄 61 岁，平均资产为 126 000 美元。到 1998 年，总客户数量上涨到 540 万人，平均年龄下降到 57 岁，账户平均金额上升到 201 000 美元。

美林公司也逐渐融入了互联网交易的大潮流中。1998 年，微软公司创建了一个金融网站，美林公司成为该网站上第一个“优质金融提供商”（premier financial provider）。1999 年，美林公司的客户可以在线查询账户报告、跟踪投资收益以及查阅美林证券的研究报告。该公司还通过互联网向投资者提供 401（k）退休储蓄的投资建议。美林公司的网站还增加了网上购物和拍卖的功能。投资者甚至可以从网上书店 Barnes & Noble 购买图书，或者在“虚拟葡萄园”（virtual vineyards）购买葡萄酒。这个市场非常可观：1999 年，美林证券账户的持有人就利用他们的美林威士信用卡购买了约 70 亿美元的商品和服务。美林公司正在努力与其客户建立“全方位金融服务关系”，而不再仅仅是管理他们的投资①。

1999 年 6 月，美林开始向其 500 万名客户提供在线交易的服务。每笔交易需要支付 29.95 美元的费用，或者商定与资产市值挂钩的固定佣金后可以进行无限笔数的交易。美林公司一旦开始进入在线交易之后就迅速扩张。美林宣布其客户在 2000 年之前就能通过群岛控股公司（Archipelago Holdings）进行盘后交易。美林计划投资 5 000 万美元来推广它的网上交易系统，并于 1999 年 12 月开通了境外在线交易。

其他大型全业务券商也或领先于美林或紧随其后。普惠投资银行（Paine Webber）和摩根士丹利添惠（Morgan Stanley Dean Witter & Co.）都向客户提供在线交易服务。后者更是在 1999 年 10 月向所有客户提供在线交易的折扣

---

① Patrick McGeehan, “Merrill Lynch Catches the Spirit,” *New York Times*, October 8, 1999, p. C1.

佣金。添惠公司于1996年收购了 Discover Brokerage Direct 在线经纪公司，后来就通过这个公司向其客户提供在线交易服务。添惠公司计划进行改革，以便让所有的客户都可以进行互联网交易。1999年，培基证券（Prudential Securities）每笔互联网交易的手续费为24.95美元。高盛（Goldman Sachs）甚至开始去吸引小额投资者，这种举动偏离了其传统客户群。DLJ Direct 是 Donaldson, Lufkin &Jenrette 旗下的电子交易服务，并很快成为最可靠的线上券商。DLJ 在商业上的成功引来瑞士信贷银行（Crédit Suisse）于2000年8月出资115亿美元对其进行收购。

嘉信集团、Ameritrade Holding Corp 和道明投资（TD Waterhouse）于1999年11月宣布组建线上投资银行参与首次公开发行。这些公司希望通过互联网完成 IPO 的配售。其他金融服务公司也看到了网上经纪业务的优势。布洛克税务公司（H&R Block）1999年9月宣布正在收购折扣佣金券商 Olde Financial Corp.，对外汇交易感兴趣的交易员可以通过网络在伦敦进行交易。保证金股票交易和外汇交易在伦敦都是被允许的且已经有公司提供。芝加哥 Lind - Waldock&Company 的伦敦办事处提供保证金外汇交易。2000年8月，花旗集团、大通曼哈顿、德意志银行和路透社宣布它们正在组建一家为机构投资者提供货币交易服务的互联网公司。它将和由包括摩根士丹利、摩根大通、高盛和美洲银行在内的13家大型投资银行建立的 FX Alliance LLC 公司展开竞争。

随着电报技术的应用，马车时代快递公司的重要性就下降了。现在的快递公司，如 FedEx 和 UPS，需要应对来自互联网应用和先进系统对其隔夜快递服务的竞争。为了应对这些威胁，UPS 建立了新的子公司出售金融服务，包括信贷担保、库存融资、设备租赁和保理。

第2节 银行业合并

银行业务根基

美国银行业在1991年至1998年连续七年盈利。但是，银行业必须经历

彻底的变革才能一直保持盈利能力。银行业传统的存贷款业务正在衰退。在1979年到1999年，美国居民存款金额削减了一半，从中即可窥见传统银行业务的衰退趋势。货币市场基金虹吸走大量的存款，传统贷款业务也被结构化融资所取代。这些市场变化的影响可以从各项金融资产中商业银行持有的份额中体现出来，20世纪50年代由银行持有的金融资产占比在50%以上，但是这一数字到1999年下降到了25%以下。1995年财政部的一份研究报告指出：

1994年家庭和非营利部门持有全部金融资产中15%的份额，而且其中大部分是被保险的存款。

最近的数据显示，美国20家最大的金融公司中只有5家商业银行。另外许多多元化金融服务公司还拥有非银行金融部门、储蓄机构或工业贷款公司。

银行和非银行金融公司的产品差异变得越来越模糊。在不同的监管制度下运作的金融公司可以提供类似的产品，这使得竞争环境和监管都变得更加复杂。

一些商业银行仅仅从事很少或完全退出传统银行业务——吸纳存款并发放商业贷款。相反，它们专注于交易活动、消费金融或者其他收费类服务。

资本市场日益全球化，国家之间的金融市场也变得更加相互依存。

远程银行业务和数字现金等技术创新重新定义了金融服务的性质和形式，也重新定义了银行和非银行金融公司各自的角色。例如，数据处理公司EDS是美国第二大ATM的所有者和经营者①。

撤销《格拉斯—斯蒂格尔法案》

美联储在1996年允许银行的非银行业子公司的总收入中来自承销和交易证券的比例从原有的10%提升至25%，希望这样可以帮助银行业。这种变化

① U.S. Treasury Department, *Memorandum for Members of the SEC retary's Advisory Commission on Financial Services from Joan Affleck - Smith, Director, Office of Financial Institutions Policy.*

允许银行根据《格拉斯—斯蒂格尔法案》第20章的规定扩大附属公司的证券业务。过去美联储对银行子公司仅能从事有限数量证券活动的“防火墙”被取消，取而代之的是更自由的“操作标准”。希望通过这种变化实现“银行和银行控股公司的一站式金融服务”。[①]一家报纸曾断言，“放松的金融监管政策将给予投资银行重归它们19世纪全球发展领导者地位的新机会。”[②]

得益于这种变化，信孚银行（Bankers Trust）在1997年收购了亚历山大·布朗（Alexander Brown）。被收购时，拥有长期投资银行业历史的亚历山大·布朗是巴尔的摩地区的一家投资银行。该并购通过股份互换交易完成，总价值高达17亿美元，这是自《格拉斯—斯蒂格尔法案》出台以后商业银行在投资银行业务领域最大的投资。这样的收购并非仅此一例。美国合众银行在1997年12月宣布收购美国当时第十一大证券公司Piper Jaffray Co.。美国北卡罗来纳州的第一联合国民银行（First Union National Bank）收购了总部位于维吉尼亚州首府里士满的经纪类商Wheat First Butcher Singer。后来，1999年4月，第一联合国民银行又以10.4亿美元收购了另一家区域性经纪券商Everen Capital。1997年7月，国民银行以12亿美元收购了位于旧金山的投资银行蒙哥马利证券公司（Montgomery Securities）。1998年10月，美联银行（Wachovia Bank）出资2.3亿美元收购了卡罗来纳州的区域性经纪券商Interstate/Johnson Lane。北卡罗来纳州的BB&T银行以1.455亿美元收购了弗吉尼亚州经纪券商Scott& Stringfellow。

这些变化大大地改变了银行业。1998年2月《华尔街日报》用两页的版面刊登了一个国民银行（Nations Bank's）年度业绩的广告，从而我们就能清晰地看到银行业所扮演的新角色：45亿美元的首次公开发行业务；167亿美元的高收益债券（垃圾债券）业务；145亿美元的兼并收购业务；118亿美元的“后续发行”业务；4 420亿美元合成浮动利率债券业务；承销可转换债券37亿美元；私募配售9.4亿美元；房地产融资302亿美元；高等级证券承销306亿元；资产支持证券承销额225亿美元；项目融资57亿美元。在这个银行业

① David R. Satin, “Breaking Down the Wall: The Unofficial End of Glass - Steagall,” p. 11.

② “Global Investment Banking,” *Financial Times* (Survey), January 31, 1997, p. 1.

转变的大潮中国民银行并不孤单。大通曼哈顿及其附属公司参与了大量承销业务，包括优先次级票据、认股权证和优先担保折扣票据。大通担任委内瑞拉共和国2007年到期的近10亿美元的先行偿息减息债券的伦敦代理银行。1998年，大通还是2 710亿美元辛迪加贷款的管理人。

第一联合资本市场集团（First Union's Capital Markets Group），其中包括Wheat First，拥有近100万名的经纪业务客户。第一联合的机构业务就有100多名交易员，并且是300多只纳斯达克股票的做市商。舰队金融集团（Fleet Financial Group）于1998年11月宣布要将资产基础由500亿美元扩大到1 000亿美元。舰队金融集团在纽约证券交易所购入了美林公司的专家团队业务，该业务是美林在1987年股市崩盘后购入的。另外，舰队金融集团还收购了遭遇财务危机的三和银行（Sanwa Bank）在美国的贷款业务。一些银行活动与传统银行业相差甚远。1996年2月26日，美联储批准了巴黎银行（Compagnie Financière de Paribas）推广一个用于移动电话计费和账户相关业务的软件程序的申请。

波士顿银行提供优先级循环信贷业务，为各类公司担任优先次级债券发行业务的管理人，提供全球优先担保循环信贷业务和优先非担保循环信贷服务，参与资产支持商业票据的发行，为股权融资和增资提供帮助，为次级票据（部分持有认股权证）和非参与优先股的发行担任顾问和配售机构，并提供备用信用证和优先担保流动资金贷款。波士顿银行还通过各种附属公司参与到新兴市场的交易活动中，作为各种浮动利率债券和固定利率债券的发行放款人和配售机构。它在欧元债券的发行业务中担任牵头联合管理人、评级顾问和簿记人，并且参与到布雷迪（Brady）债券交易业务中。为越南重组外债担任顾问，为租约支持债券、全球发行债券和六个月担保债券担任牵头管理人和簿记人。为限定追索权定期贷款、进口票据和多币种定期贷款担任放款人，还担任出口信托凭证和优先有担保多次定期贷款的配售机构。

随着投资银行与商业银行之间障碍的消除，一家报纸认为，摩根大通越来越像一家投资银行了。1989年，摩根大通是第一家被允许承销公司债券的商业银行，后来又被允许买卖股票。1997年7月，摩根大通公司以9亿美元

收购资金管理公司美国世纪45%的股权，当时美国世纪公司管理了美国15个最大的共同基金。摩根大通持续减少其传统的贷款业务。将其发放的贷款在二级市场进行销售或者寻求联合放贷。1997年11月，摩根大通作为协调行，为沙特阿拉伯发放了43亿美元的银团贷款用来购买民用飞机。此前在1991年摩根大通就曾经为沙特阿拉伯安排了45亿美元的贷款。辛迪加银团贷款业务前景良好。1998年，美洲银行管理着1 740亿美元的银团贷款，摩根大通管理着1 060亿美元，花旗集团也管理着870亿美元。1999年6月，新增银团贷款金额超过了新增的股权、公司债券和资产支持证券三者融资的总和。1999年银团贷款市场接近1万亿美元，成为美国企业第二大的融资渠道。银团贷款的二级市场也应运而生。银行贷款基金买入负债评级低于投资级别的公司的贷款。这些贷款是浮动利率贷款，每30~90天调整一次。在世纪之交的利率上涨周期中，这些基金获利丰厚。

从传统银行向投资银行的转换并非一帆风顺。1997年11月，大通曼哈顿公司在交易业务中亏损1.5亿美元。摩根大通公司也经历了困境。1998年10月，因为两位交易员操纵伦敦富时100指数，摩根大通向伦敦证券交易所支付57.8万美元的罚款。摩根大通还就衍生品交易起诉一家韩国公司，要求对方赔偿3亿美元，最后摩根大通取得了该公司8.9%的股权。1998年摩根大通净收入9.63亿美元，较前一年下降34%。这一下降是由于1998年8月俄罗斯的违约和随之爆发的全球危机的影响。

商业银行直接向客户出售共同基金，这导致了银行业监管机构和证券监管委员会之间在监管调控中的冲突，有时会导致双重监管。虽然对投资银行业务的其他限制正在逐渐消除，但仍然限制银行参与所有金融服务业务进行平等竞争，如保险业务。关于《格拉斯—斯蒂格尔法案》的争论仍在继续，有人认为国会将1929年股票市场危机归咎于银行关联公司是错误的。人们引用美联储主席格林斯潘的论断，银行从事证券业务并不是20世纪30年代大萧条的原因，并且设有证券分支机构的银行并没有比未设证券分支机构的银行破产更多。这是格林斯潘一贯的论调。之前他曾在国会上宣称可以放心地对《格拉斯—斯蒂格尔法案》进行修改，因为计算机和通信技术的发展使得

传统商业银行的作用下降，投资银行的作用则显著加强。格林斯潘强调这些技术进步使得银行作为金融中介间的传统功能下降。银行已经无法再利用自己特殊的地位收集信息，从而可以作出比其他市场参与者更明智的信贷决策。

美国财政部和美联储之间的斗争正在酝酿，货币监管署允许在母公司未参与的情况下，国民银行的子公司可以从事附属性银行业务活动，但是财政部和美联储对这项规定存在严重分歧。这项规定将削减美联储的权力，因为银行子公司将取代控股公司的附属公司。而鉴于控股公司这种治理结构是美联储监管银行业务扩张的基础，这种变化将在很大程度上剥夺美联储对银行监管的权利。1997年，众议院审议了一项法案试图废除《格拉斯—斯蒂格尔法案》，但最终没有获得通过。即便那个并未获得通过的提案也对银行在商业银行业务之外开展业务保留了一些限制性规定。银行究竟应该在多大程度上被允许参与保险业务是导致提案未能通过的原因。州政府抵制联邦政府涉入保险监管领域。如果立法被通过，将创建一个国家范围的保险公司许可证系统，从而银行和保险公司可以在全国范围内出售保险产品，而无须遵守各个州政府不同的要求。《1998年金融服务法》或《H. R. 10号法案》再次寻求废除《格拉斯—斯蒂格尔法案》。但由于参议员菲尔·格莱姆（Phil Gramm）对《社区再投资法》（*Community Reinvestment Act*）持反对意见，这项提案并没有获得通过。像以前一样，国会发现自己无法处理由于废除新政带来的问题。1999年2月，国会进行了第十二次试图废除《格拉斯—斯蒂格尔法案》的努力。

银行业整合继续深入

这一时期，银行业的整合也在加速进行。仅1997年，商业银行并购金额就超过700亿美元。国民银行和第一联合银行几乎占据了收购业务的50%。在1997年底，北卡罗来纳州夏洛特市由银行持有的资产数额仅次于纽约市。夏洛特市金融机构的总资产为8 450亿美元，仅次于纽约市1.8万亿美元的金融机构资产数额。此外，除了第三大金融机构国民银行和第六大金融机构第一联合，夏洛特市还拥有一家大型银行控股公司美联银行（Wachovia Corporation）。BB&T公司1997年资产总价值270亿美元，是另一家北卡罗来纳州的

重要银行，类似的还有中央卡罗莱纳银行（Central Carolina Bank）和中央银行（Centura Bank）。即使经历过这些合并，在1997年底仍然没有任何一家美国的银行成功挤入全球十大银行之列。

并非所有银行的合并都最终成功。1998年4月22日，纽约银行希望出价220亿美元收购位于匹兹堡的控股德雷福斯和创始人（Dreyfus and Founders）两大共同基金的梅隆银行，但是梅隆银行拒绝了收购提案。由亚历山大·汉密尔顿和其他人创立于1784年的纽约银行被迫撤回了收购提案。这次失败的收购案例并没有阻碍其他银行的合并。明尼阿波利斯市的西北银行于1998年6月宣布正在通过价值312亿美元的股权互换收购富国银行。这次合并创造了美国的第七大银行。第一银行是俄亥俄州哥伦布市BancOne银行与第一芝加哥（First Chicago）合并的结果。BancOne曾是美国一家较大规模的地区性银行，1997年有1 500多个办事处，总资产规模900亿美元。这两家银行的合并价值为207亿美元。合并后的公司总部位于芝加哥市。合并后的新银行成为中西部最大的银行，也成为美国重要的信用卡发行行之一。但是合并导致4 000个工作职位被淘汰。在另一个合并案例中，国家城市银行1997年出资60多亿美元收购第一美洲银行的股权。

Sears，Roebuck&Co. 在1998年将其HomeLife家具连锁店以1亿美元左右的价格出售给了花旗风险资本（Citicorp Venture）。之后，花旗集团在全球范围内有近94 000名员工。每五个美国家庭当中就有一个与花旗银行及其关联公司有联系。那时，花旗银行提供的花旗优选（CitiSelect）投资组合，是一个利用了资产配置策略选择出的共同基金组合。花旗银行的信用卡业务依然强劲，但是1997年花旗不得不将信用卡违约的损失冲销额增加到12亿美元。花旗集团继续激进地寻求商业扩张的机会。1998年4月，花旗集团宣布即将与拥有所罗门兄弟银行（Salomon Brothers）和美邦银行（Smith Barney）的旅行者集团（Travelers Group）进行合并。这项合并的价值为830亿美元。合并后的公司成为花旗集团控股公司，在全球拥有超过1亿名客户，业务范围覆盖到从公司金融到个人银行服务再到证券业务的方方面面。由于银行控股公司不能从事保险业务的规定，花旗集团没有接手旅行者集团原有的保险承保

部门。有人认为这个合并会刺激有关银行控股公司不能从事保险承保业务规定的废除，但结果仍然不明了。

在花旗银行与旅行者集团发布令人惊叹的合并公告后不久，美洲银行（BankAmerica）将和国民银行（NationsBank）合并，自此创建了美国最大的银行。为了避免对它们合并的批评，国民银行和美洲银行宣称在过去20年中它们为低收入地区、中等收入地区和小微企业提供了3 500亿美元的贷款。花旗集团和美洲银行在与新合并公司进行整合的最初阶段遇到了比想象中更严重的困难，为此还出现了高级管理人员被辞退的现象 。

花旗集团很快就克服了这些问题。1998年10月14日，美洲银行为第三季度的亏损拨出14亿美元的准备金，其中有超过5亿美元是为了弥补交易损失，另有3.74亿美元用于弥补向股票经纪公司D. E. Shaw提供的无担保贷款带来的损失。D. E. Shaw是由哥伦比亚大学前教授戴维·肖（David Shaw）创立的。银行为D. E. Shaw的债务工具和衍生品套利交易软件提供资金和信贷支持。这是一种基于金融资产价格会回归到的历史比率的价格理论开发的“市场中性”的交易系统。或许这个理论并不健全，或许在执行的过程中出现了错误，美洲银行向D. E. Shaw提供的无担保贷款出现了损失。

银行和金融服务的合并还在继续。1999年3月，舰队银行同意与波士顿银行合并，这创造了美国的第八大银行。它将拥有Robertson Stephens和Quick&Reilly的投资银行，从事低佣金经纪业务。2000年10月当美国银行集团（U. S. 美国合众银行）完成合并以后，由舰队银行与波士顿银行合并组成的美国第八大银行的地位就被取代了。大通曼哈顿银行在银行业的兼并浪潮中也没有缺席。大通曼哈顿银行已于1996年与化学银行（Chemical Bank）合并。而化学银行本身则是其在1991年与汉诺威制造（Manufacturers Hanover）合并而成。这次合并使得大通曼哈顿银行在1996年成为美国最大的银行控股公司，但却被挤出了新合并而成的巨型银行第一梯队。据报道，包括美林、高盛和摩根士丹利在内的几家公司拒绝了大通曼哈顿银行的收购提议。大通曼哈顿银行以13.5亿美元的价格收购硅谷的Hambrecht & Quist投资银行，这家投行曾完成了许多初创型互联网公司的承销业务。大通曼哈顿银行终于在

2000 年 9 月成功地以 310 亿美元收购摩根大通，找到了业务发展的理想伙伴。

国际银行业务

银行业的并购也在国际范围内进行。1997 年 12 月，瑞银联合银行和瑞士银行金额为 250 亿美元的合并组造了当时世界上仅次于东京三菱银行的第二大银行。由于被披露瑞银在新加坡的股权衍生品业务中出现损失，新合并银行一度受到冲击。瑞银是同意支付 12.5 亿美元来避免诉讼的银行之一，这些钱来自第二次世界大战大屠杀（Holocaust）的幸存者们，曾经他们拥有的黄金和白银被偷盗后存放在了瑞士银行。由于保留了这些资产，瑞士银行受到美国经济制裁的威胁。瑞银董事长因为投机性对冲基金长期资本管理（Long - Term Capital Management）7.8 亿美元的巨额亏损而引咎辞职。1998 年，瑞银在衍生品交易和对冲基金贷款业务上的亏损达到 12 亿美元。1997 年，瑞银在出现 1.35 亿美元的亏损以后解聘了固定收益货币和衍生品部门的全球负责人。1998 年，瑞银股权衍生品部门亏损近 7 亿美元。瑞银一直在日本银行的可转换优先股上进行投机。它们将这些优先股组合分层后再拆分出售。即使如此，瑞银（UBS）依然是 1999 年世界上最大的未上市银行。后来，在 2000 年 7 月，瑞银收购了潘恩·韦伯（Paine Webber）。自此，瑞银管理的资产数量接近 1.5 万亿美元。在兼并的时候，潘恩·韦伯两个最大的股东分别是通用电气公司（General Electric Co）和安田互惠生活（Yasuda Mutual Life）。

早前瑞士银行还收购了华宝证券（Warburg Securities），后来又以 6 亿美元收购了美国投资银行狄龙·里德（Dillon Read）。德意志银行于 1998 年 11 月 23 日宣布正在以近 100 亿美元的高价收购信孚银行（Bankers Trust）。这个合并创造了世界上最大的金融服务公司和仅次于大通曼哈顿银行的第二大证券交易清算行。出于对信孚银行财务状况的担忧，美联储出面促成了这一兼并。德意志银行在 5 年内向 5 名信孚银行管理人员提供了 1.87 亿美元的报酬来留用他们。但后来，包括牵头执行官和牵头财务官在内的 12 位信孚银行的管理人员还是辞职离开。1998 年 12 月，德意志银行以 5.88 亿美元收购了 Crédit Lyonnais Belgium。然后，德意志银行展开了与新合并的国民银行和美洲

银行以及新合并的花旗银行和旅行者集团两大阵营之间争夺银行业霸权的竞争。英国汇丰银行收购了美国利宝集团（Republic New York Corporation）这个国际性银行。美国利宝集团的所有人埃德蒙·萨弗拉将获得全部收购价103亿美元当中的33亿美元。美国利宝集团此前曾因为在俄罗斯证券上的投资亏损了1.9亿美元。但1999年，由于普林斯顿全球管理（Princeton Global Management）的负责人马丁·阿姆斯特朗大规模的诈骗，利宝集团又陷入危机。马丁·阿姆斯特朗被指控利用银行诈骗日本投资者近10亿美元。这个巨大的诈骗案曾一度威胁到利宝集团和汇丰银行的合并，为了完成合并，所有人埃德蒙·萨弗拉不得不同意降低收购价4.5亿美元。后来出现了一个奇怪的插曲，萨弗拉死于他在摩纳哥的公寓，死因是他的护士纵火，护士声称是为了感动萨弗拉。

瑞士信贷（Crédit Suise）收购了Donaldson Lufkin & Jenrette。法国兴业银行和巴黎银行也宣布了合并计划，这样的组合将成为在欧洲仅次于瑞银的大银行。但那个合并计划在1999年3月中断了，巴黎国民银行宣布计划收购巴黎银行和兴业银行。如果这项收购完成最终将组建创造一个价值1万亿美元的金融机构，但是巴黎银行和兴业银行拒绝了那个收购提议。接踵而至的就是一场长期的斗争，最终巴黎国民银行获得了巴黎银行的控制权，但仅获得了兴业银行的少数股东权益。在2000年10月，加拿大皇家银行收购了位于明尼阿波利斯市的大型证券公司Dain Rauscher。

1998年的第三季度，欧洲和美国的很多银行因为在亚洲和俄罗斯投资亏损遭受重创。1998年11月，俄罗斯政府表示大约280亿美元的苏联时代的债务利息将出现违约。1998年的第三季度信孚银行亏损4.88亿美元，主要是因为俄罗斯证券价格下降和一些其他业务领域的问题。瑞士信贷宣布其在俄罗斯的金融业务已经损失了5亿美元，据预计损失额还会上升。

这些银行巨头在互相争夺世界上最大的银行的地位，或者更恰当地说是争夺世界上最大金融机构的头衔。1999年8月，日本三大银行第一劝业银行（Dai - Ichi Kangyo Bank）、兴业银行和富士银行股份有限公司宣布合并，这将产生世界上最大的银行，总资产为1.3万亿美元。1999年10月，住友和樱花

合并银行业务，成为世界排名第二的银行巨头。另一个巨头间的合并出现在2000年3月，日本最大银行之中的三和、朝日和东海三家合并，合并后的新银行成为日本第二大银行。德国商业银行和德累斯顿银行之间的合并计划最终流产。

银行开始兼并后整合业务的过程。美洲银行宣布1998年它已经完成了超过9 400亿美元的债务、股权和交易顾问等业务。这包括3 959亿美元的银团融资，94亿美元的债券和股权私募业务，286亿美元的股票和可转换债券发行业务，348亿美元的高收益证券发行业务，916亿美元高级别债券发行业务，485亿美元的资产支持证券和50亿美元的商业票据。此外，国民银行蒙哥马利证券完成了价值929亿美元的兼并交易。银行还积极地参与到风险资本融资业务当中。1999年，大通曼哈顿就向初创公司投资了40亿美元。

银行也在对自己的业务进行调整。美洲银行出售了其罗伯逊·斯蒂芬投资管理部门，因为这个部门与其合并伙伴国民银行存在业务重叠。此后，美洲银行宣布了扩大其资产管理和证券业务的计划，这其中包括扩大共同基金的销售。罗伯逊·斯蒂芬森的投资银行部门在1998年8月以8亿美元出售给了波士顿银行，而旗下其余的资产管理部门被出售给了罗伯逊·斯蒂芬森原有的管理层。但也有一些金融服务公司还没有在公众当中树立自己的品牌。汇丰通过大规模的广告投放来试图增强其在美国的知名度。J. P. 摩根也在1999年7月，为其有史以来的第一次电视广告投入2.5亿美元。在此之前，这个曾经充满贵族气质的公司已经向其潜在客户发放了大批量的邮件。

花旗集团和道富银行（State Street Bank）在1999年12月合作成立一家机构，预计将管理401（k）退休计划的2 000亿美元资产 。2000年1月，花旗集团以22亿美元购入施罗德集团。本次收购旨在提升花旗集团在欧洲的投资银行业务。一些传统的银行业务也在继续。纽约银行是全球最大的资产托管银行，1999年3月资产额将近60亿美元。另外两大全球托管银行是大通曼哈顿银行和道富银行。信孚银行的交易处理部门有3 500名员工，为其管理着1.4万亿美元资产服务。这家银行管理着债权人约4 200亿美元的债务。交易处理业务包括为机构客户进行电子转账、发放股息和处理利息支付。1999年

12月，外汇交易的平均交易量为2万亿美元。有时候中央银行试图干预外汇市场，支撑本国汇率，但是中央银行所持有的外汇储备完全不足以跟投机者相抗衡。

千年虫问题

20世纪末的千年虫问题对银行构成了严重的威胁。在当时，人们不清楚许多计算机的软件系统是否被重新编写从而可以正确地进行跨世纪的日期处理运算。估计在全球范围内为了解决这个问题花费了6 000亿美元。单单美洲银行业就为此花费了100亿美元。另外，由于千年虫问题，电脑系统在利息和其他款项上日期的计算可能存在错误，银行还面临着由此而来的高达1万亿美元的潜在负债。千年虫问题也给证券公司带来了相同的问题，SEC要求经纪商、交易员上报他们的应对策略。美联储又额外拨出700亿美元的现金储备，以应对因为大规模计算机系统崩溃带来的银行挤兑威胁。美联储还额外地提供了期权形式的千禧年保险，保证在新千年之初能够提供信贷。美联储共出售了价值3 060亿美元的期权，成本为49亿美元，并每周进行拍卖出售这些期权合同。最终，并没有出现太严重的问题，美联储的现金储备也就没有派上用途。

其他类型的银行

小企业需要寻求商业银行之外的替代贷款和融资来源。1999年“业务去银行化”（unbanks）的出现满足了这种需求，包括西部山地金融（Mountain West Financial）、美国运通和领先企业（Advanta Corporation）在内的这些信用卡发行公司扮演了“去银行化”的角色。其他一些机构，如美林公司和波士顿金融网络（Boston Financial Network），也参与发放经营性贷款，试图与银行争夺这个业务。消费品生产企业也申请相关特许执照成为储蓄贷款机构（S&Ls），从而可以向消费者提供消费贷款。殡葬服务公司希伦布兰德工业公司申请了金融牌照，包括福特汽车公司也申请金融牌照，百货连锁公司斯特龙（Nordstrom）申请金融牌照得以发放房屋权益贷款（Home Equity Loan）和

为客户开立货币市场支票账户。通用汽车资产管理公司（GMAC）1999 年以 18 亿美元收购了纽约银行的商业金融部门，从而成为美国最大的商业贷款人。沃尔玛试图收购俄克拉荷马州的一家储蓄银行从而进行汽车贷款和信用卡业务。沃尔玛已经在它的店面中为银行营业网点预留了空间。

在 2000 年 10 月的一项调查中发现，美国一半的储蓄账户余额不足 2 500 美元，储蓄账户利率非常低。据估计，所有人在这些账户中持有的 1 万亿美元存款每年在利息上的损失就有 500 亿美元。在美国，每八个家庭中就有一个没有银行账户。纽约总检察长要求四大银行耗费 30 万美元向民众宣传州法律对银行账户的要求：开立存款账户时至少存入 25 美元，每月余额至少 1 美分，每月收费最高 3 美元，每个月享有八次免费取款或开支票的权利。20 世纪末，“发薪日”（Payday）贷款公司正在成为穷人当中非常流行的银行机构。发薪日公司借钱给个人，直到他们领到工资。此类贷款服务的费用非常高，有时能高达 780%。1999 年 6 月，美国有近 8 000 家这种贷款公司，其中还有几家是全国连锁。其中规模最大的是位于得克萨斯州欧文市的 Ace Cash Express，旗下有 900 个店面，总收入 1 亿美元。次级贷款是另外一种专门面向穷人提供的金融服务。在巴尔的摩，旅行者集团旗下的消费者金融公司（Commercial Credit Corp.）就从事次级贷款业务。第一联合银行花费 21 亿美元买下了美国最大的小企业和家庭抵押贷款公司钱店（Money Store）。原本第一联合银行希望通过此次并购可以加强自己次级贷款的业务，但事实证明这是一场灾难。2000 年 6 月，第一联合银行以低于买入价 10 亿美元的低价出售了钱店。水星财务（Mercury Finance），是一家提供二手车贷款的公司，由于良好的信用获得了最高的信用评级，但是 1997 年 1 月出现了 1 700 万美元商业票据的违约，股票价格也因此猛降 86%。联邦监管机构正在调查涉及对低收入借款人发放掠夺性高利率贷款的行为。调查对象就包括次级贷款公司。为此，联邦政府还专门成立了一个由 10 个联邦机构组成的联合调查组 。

1999 年，联邦住房贷款银行系统，包括 12 个地区性联邦住房贷款银行，一共发行了大约 3.1 万亿美元的债券债务。大多数是短期债券，其中还有大量的隔夜拆解。储蓄贷款银行的数量从 1985 年的 5 000 家下降到 1999 年的

1 300家。1998年3月，华盛顿互惠银行（Washington Mutual）出资100亿美元购入H. F. Ahmanson。合并后，华盛顿互惠银行的资产数量达到1 500亿美元。在美国，40%左右的住房按揭贷款是由两个联邦机构提供担保的（房利美和房地美）。屋主由此可以负担更高的杠杆。1998年11月，一家按揭公司提供高达房屋价值125%的按揭贷款。房利美提供浮动利率贷款，允许购房者仅仅支付3%的首付，这种贷款被称为Flexible 97。那3%的首付可以来自贷款或赠与所得，也可以通过养老金计划偿还。从1970年到1996年，房地美为2 000万个家庭提供了住房贷款。房地美宣称每六户房屋贷款中就有一户由其提供融资支持。仅在1996年，房地美就对140万栋房屋提供了融资支持，其中大多数采用的是住房按揭贷款证券（Mortgage - backed Securities）的形式。抵押贷款信托也在1997年向公众出售。这些并不是房托基金（REITs），相反，这些信托机构持有的是抵押贷款，而不是不动产。这些住房按揭贷款信托的杠杆极高，其收入的95%都用于支付股息。它们的利润来源于自己发放的抵押贷款和自身融资成本之间的利差，当抵押贷款利率上升的时候这些公司的经营风险就会显著上升。

20世纪90年代，联邦农业信贷管理局还监督着12家信贷银行。这些信贷银行为农场合作社提供贷款，也为农业部门的金融业务，例如家畜贷款公司和农业信贷公司，提供信贷支持。联邦土地银行为农户提供房地产贷款。1995年，有超过12 000家的信用合作社，共有会员6 900万名以上。1921年美国信用合作社仅有190个，从1921年到1995年，信用合作社得到了迅猛发展。1995年，信用合作社共持有资产3 160亿美元。其中许多信用合作社提供信用卡，ATM、货币市场账户、人寿保险和其他金融服务。最大的信用合作社是联邦海军（Navy Federal），资产总额近100亿美元。

国家信贷联盟署（National Credit Union Administration）自1982年允许信用合作社进行业务扩张，可以包括多个不相关行业的雇主群体。长期以来，按照《联邦信贷联盟法》（*Federal Credit Union Act*）的要求，国家性信用合作社的成员必须拥有相同的职业、组织或者住所，但是国家信贷联盟署的这项新规定打破了这种规定。在新的规定之下，全国性信用合作社开始扩张业务。

AT&T 的家庭信用合作社在全国范围内有 11 万会员，仅有 35% 的会员是 AT&T 或者子公司的员工，许多会员是其他公司的员工，比如可口可乐装瓶公司和杜克电力公司。后来，最高法院在国家信贷联盟诉第一国民银行信托公司的案子中裁定国家信贷联盟署允许一个信用合作社吸纳多个公司成为会员的做法是不恰当的，之后信用合作社的大规模扩张才受到一定限制[①]。最高法院规定这些信用合作社的会员必须有一个共同的特征，可以是为同一家公司工作或者是在同一个社区。但是这项规定不得人心，国会 1998 年通过了《信用合作社会员法》，推翻了最高法院的规定，允许在更广的范围内吸纳会员。

银行类犯罪

诈骗和盗窃并没有因为银行的合并而终止。1997 年，大约 1 700 万美元被人从卢米斯富国银行位于北卡罗来纳州夏洛特市的仓库偷走。事后，18 人被控与该盗窃案有关联。有一位律师被指控帮助这些劫匪洗钱。抢劫后，一个窃贼已经从一个旅行拖车停车场搬入价值 63. 5 万美元的新住所。盗贼用这些赃款大肆采购，其中还购买了一大幅由天鹅绒制成的猫王的照片。1998 年 5 月，几家墨西哥银行被美国政府指控为哥伦比亚的卡利可卡因垄断联盟的毒品走私犯洗钱，100 多名被告被指参与了这些洗钱的操作。1999 年 6 月，美国财政部警告说，一个处在哥伦比亚由毒贩控制的洗钱机构每年能洗钱高达 50 亿美元。哥伦比亚的企业以折扣价购买由毒品交易得来的美元，然后用这些美元购买从美国出口到哥伦比亚的货物，这样就完成了整个洗钱的过程。1999 年，纽约银行被发现存在一个更大规模的洗钱业务。来自俄罗斯的大约 70 亿美元利用纽约银行一个分行的 9 个账户进行洗钱，银行的一个工作人员因为帮助洗钱而被判有罪。权威机构试图确定这些钱是否是从国际货币基金组织（IMF）抢劫的。这一事件之后，纽约银行被要求创建额外的监管程序以防止可能的洗钱行为。在 2000 年 10 月，调查员发现伦敦 15 个银行办事处帮助尼日利亚独裁者萨尼·阿巴查（Sani Abacha）洗钱 40 亿美元。

---

① *National Credit Union Administration v. First National Bank and Trust Company*, 522 U. S. 479 (1998).

20 世纪 90 年代出现了“身份盗用”的新犯罪问题，个人身份信息被第三方用来获得信贷或购买商品。美国特勤局在 1997 年就逮捕了 9 500 个此类罪犯，涉案金额估计有 7.45 亿美元。1999 年，五角大楼和一些将军成为此种诈骗行为的目标。盗贼利用高级军官的名字来申请信用卡，被盗用身份的人当中甚至包括一些上将和舰队司令。明尼苏达州总检察长起诉了美国合众银行，原因是美国合众银行将其客户信息透露给了电话营销公司。显然，这是一种普遍的做法。后来，美洲银行宣布以后将杜绝自身机构参与此类行为。花旗银行被指控在印度使用强硬手段对付拖欠债务的客户，威胁要绑架或者故意伤害那些债务人。

在 20 世纪末，银行还继续从“在途资金”当中获得巨大的利润，具体来说，客户将钱存入银行和支票在清算系统完成清算之间存在时间差，银行就可以利用这个时间差赚取利润。相比之下，银行大幅缩短了它从商户账户中扣款所需要的时间。服务本身就可以为银行带来利益的金融业务被称为“未声明占有权的服务”（unclaimed property services）。道富银行就曾经拥有这样一个部门，后来该部门被出售给了附属计算服务公司（Affiliated Computer Services，ACS）。这些服务操作的就是无主账户，按照各州政府的要求这些财产要上交到地方财政部门。政府要求这些无主账户需要上报，并且保留相应记录。1997 年，由国家持有的无主财产达到了 134 亿美元，据估计这些仅仅只是无主财产当中相当小的一部分。在 1999 年，信孚银行被指控利用无主财产冒充自身的盈利：约 2 000 万美元无主资金被挪到信孚银行一般准备金账户当中。信孚银行被判三项重罪，并因此支付罚款 6 000 万美元。

阿肯色州的高利贷法一直到 1998 年还在艰难地发展着。阿肯色州要求消费贷款利率与联邦贴现率的利差不得低于 5%。因为这个限制很多商业被迫离开阿肯色州。在一个更高的层面上，有关银行巴塞尔资本标准的辩论还在继续。巴塞尔委员会提出衡量资本充足率的新的风险计量规则。现存的风险计量标准给了部分金融机构优势。最主要的问题是怎样对待商业地产的抵押品。德国希望放松降低 100% 的权重系数。监管机构考虑将继续使用银行自己的内部信用评级作为评估资本充足性的基础 。

第3节　市场跌宕起伏

持有股票

1995 年，大约 7 000 万名美国人直接持有公司股票，或间接地通过共同基金、退休金账户、私人控股（personal holdings）和养老金固定缴款账户持有公司股票。这个数字比 1989 年增加了 1 700 万股，比 1992 年也增长了 790 万股。1998 年 2 月，股票占美国家庭资产的比例达到了五年来的最高值。当时，美国家庭的资产中有 28% 是证券。1995 年至 1998 年，美国家庭的平均财富增长了 25.7%。1972 年，美国家庭的平均财富量为 65 517 美元。1999 年，平均财富量就上涨到 358 297 美元。在 20 世纪末，普通美国家庭的财富形式主要是股票而非房地产。大约 25% 的股东年龄在 35 岁以下。1995 年，有近一半的股东家庭年收入低于 5 万美元，家庭年收入低于 10 万美元的股东占 86%。在股票市场上，有 35% 的蓝领工人。大约 50% 的股民没有大学学位。美国最贫穷的 40% 的家庭平均投资 1 600 美元在股票上。以上这些数字很有趣，但美国最富有的 10% 的人控制着 1999 年绝大多数股票。那一年，美国婴儿潮一代的 8 000 万人当中有 40% 的人退休储蓄低于 1 万美元。

很多个人持有证券的增长归功于共同基金和退休金账户。1995 年至 2000 年，消费者投入到共同基金当中的积蓄就有 1.4 万亿美元。单单 1998 年 3 月，就有大约 380 亿美元投入到共同基金当中。1970 年至 1997 年，共同基金的数量从 361 个增加到大约 6 000 个。在此期间，由共同基金管理的资产从 480 亿美元增加到 3 万亿美元。即使孩子们也通过专门满足他们投资需求的共同基金参与到证券市场中。其中一个例子就是 Stein Roe 的 10 亿美元的年轻投资者基金（Young Investor Fund），投资者达到了 19 万人。

20 世纪末，大约 2.4 万亿美元的股票在个人退休账户中。投资俱乐部的增长从另一方面折射出市场中小投资者参与度上升的现象。在 1998 年，有超过 37 000 家投资俱乐部在运营，这个数字自 1990 年以来增加了 31 000 个。通

俗读物《伯德镇夫人的常识投资指南：我们如何跑赢市场——你也可以的》（*The Beardstown Ladies' Common - Sense Investment Guide*：*How We Beat the Stock Market—and How You Can Too*）的出版推动了小投资者参与证券市场的潮流。这是由一批声称跑赢市场上专业人士的老年投资者出版的。但是后来被揭露，他们的实际收益率比其书中宣称的要低很多。

富者愈富

有报道称女演员巴布拉·斯特赖桑德（Barbra Streisand）在 20 世纪 90 年代末从股票市场中获利数百万美元。一些企业高管也从牛市中获取了相当高的收益。1997 年，IBM 宣布为其牵头执行官卢·杰斯特纳（Lou Gerstner）支付 900 多万美元的工资和奖金。1998 年，迪士尼公司支付迈克尔·艾斯纳（Michael Eisner）5.756 亿美元的报酬（虽然，在业绩糟糕的 1999 年他没有获得任何奖金）。花旗公司的桑福德·韦尔（Sanford Weill）获得 1.669 亿美元，美国在线的 Stephen M. Case 获得 1.592 亿美元；相比之下，通用电气公司韦尔奇（John F. Welch Jr.）的 8 360 万美元的收入就显得微不足道了。1999 年高管获得的奖金中包括大量的股票期权。一些高管获得的是换新期权（reload option），当老的期权行使以后他们可以获得新的期权。

这确实是一个好的时代。20 世纪末期，亿万富豪的数量增加了。1999 年 7 月，福布斯杂志列出了几百名亿万富豪的名单。最富有的 400 名美国人的财富总价值超过 1 万亿美元，这比中国的国内生产总值（GDP）还要多。微软创始人威廉姆·盖茨位于富豪榜首位，净资产 850 亿美元。像他的前辈一样，盖茨通过建立慈善机构来避免社会对其巨额财富的抨击，其中就包括一个 171 亿美元的基金会。但是这些慈善举动也没能让盖茨免予来自华盛顿司法部和联邦法院对其作为垄断者的指控。更广为人知的是来自 20 个州的总检察长集体对盖茨的垄断行为提出诉讼。就像他那些使用信托管理资产的富豪前辈一样，盖茨需要为其在美国的成功付出高昂的代价。

其他两名微软高管位列福布斯富豪排行榜的第二名和第四名。沃伦·巴菲特以总价值 310 亿美元的财富位于排行榜的前列。众多电子商务公司的首

次公开发行创造了许多新亿万富翁，其中包括价值线（Priceline. com）公司的理查德·布雷德克（Richard Braddock）、ebay 公司的 Pierre Omidyar、Ameritrade 公司的 Joe Ricketts、美国在线公司的 Steve Case、Broadcast. com 公司的 Mark Cuban、Akamai Technology 公司的 F. Thomas Leighton、VA Linux system 公司的 Larry M. Augustin 和 Red Hat 公司的 Marc Ewing。1987 年至 1997 年之间，美国百万富翁的数量翻了三番。一本名为《隔壁百万富翁》的书中指出 20 世纪末的美国有大约 400 万人是百万富翁。这些百万富翁通常是高储蓄者，他们并没有过度奢侈的生活方式，也不是从事那种令人仰慕的工作。富人们承担了政府开支当中最大的一部分。1998 年，年收入 10 万美元以上的纳税人缴纳了联邦所得税的 62%。在 20 世纪末，离婚对于金融家来说变得更加昂贵了。维亚康姆娱乐集团负责人萨姆纳·雷德斯通与妻子分居，妻子要求他支付 30 亿美元作为离婚补偿费。

企业家并非总是成功。阳光光束公司（Sunbeam Corp）的"杀手艾尔"（Chainsaw Al）邓拉普（Dunlap）被解雇了。他曾试图通过大幅削减公司员工重振公司的财务状况，他以前曾经在斯科特纸业采用这种策略，但是此战术在阳光光束公司失败了。并不是每一个美国人都很富裕。1997 年，仍然有 13% 的美国人生活在贫困线以下。美国财富前 20% 的家庭占全国总收入的一半，而财富后 20% 的家庭占不到 4%。最富裕和最贫穷的美国人之间的差距据说在 20 世纪 90 年代被越拉越大，但是相关统计数据却复杂隐晦。当然，20 世纪末美国的穷人是一个相对的概念。大约 68% 的美国家庭拥有住房。41% 的美国贫穷家庭也拥有自己的住房，70% 以上的家庭拥有至少一辆家用汽车，超过 2/3 的家庭装有空调，72% 家庭有洗衣机，50% 的家庭有烘干机。2/3 的贫困家庭拥有微波炉，并且 97% 的贫困家庭有彩色电视机。75% 的家庭中有录像机。25% 的穷人有信用卡。那些贫困家庭中的年轻人比美国第二次世界大战时期的士兵平均高 1 英寸、重 10 磅。

市场走势

到 1997 年 12 月 1 日，道琼斯指数（Dow Jones Industrial Average，DJIA）

交易在8 000点以上。1997年，股票交易所和纳斯达克的股票交易量为1 600亿股，比1996年成交量上涨27%。道琼斯指数在1998年2月18日达到8 398.50点，3月又激增到8 800点。1998年4月，股票市场的市盈率是100年来的新高。后来，1998年5月俄罗斯股票市场几乎崩盘，俄罗斯中央银行将利率上调至150%。俄罗斯市场的不景气以及东南亚持续的经济问题引发了市场的担忧，市场担心这些国家的市场不景气可能会蔓延到美国。1998年6月美国利率下降，抵押贷款支持证券遭受了巨大的损失。但股票市场对这些问题不屑一顾。

1998年7月17日道琼斯指数再创历史新高9 337.97点。几天后，7月22日曾抱怨股票市场是“非理性繁荣”的阿伦·格林斯潘再一次警告美国人股市上涨的行情不可能继续下去。后来证明他是对的。1998年7月23日道琼斯指数跌破9 000点。其中一个因素是克林顿总统的性丑闻，更重要的原因是亚洲市场崩溃的影响终于影响到了美国。1998年8月4日，道琼斯指数单日跌幅近300点。8月5日，纽约证券交易所的成交量为84 996万股。

1998年8月27日，随着俄罗斯经济危机的加深，道琼斯指数又下跌357点。截至8月28日，道琼斯指数比其7月的最高值下跌了近14%。它还会继续下跌。1998年8月31日，道琼斯指数遭遇有史以来最大的下降之一，暴跌513点，比1987年10月508点的跌幅还要大，但是按照百分比来计算的话1998年的跌幅比1997年小。1998年8月31日纽约证券交易所的交易量为91 470万股，道琼斯指数从7月的巅峰累计下跌19.26%。9月全球范围内仍然布满不利的消息。英国和加拿大的经济增速放缓，中国也是如此。日本仍陷在衰退的泥潭中。东南亚和韩国依然处于困境。IMF要求那些国家提高利率，但是却导致亚洲危机的进一步加剧。俄罗斯的经济几乎全部崩溃。拉美也面临着困难。1998年12月，IMF批准了给巴西180亿美元的贷款，这是一个320亿美元贷款组合中的一部分，但是巴西的经济问题仍在继续。美国的股市似乎已经吸纳了所有的坏消息。1998年9月1日，在纽约证券交易所交易量为12亿股，道琼斯指数涨幅超过288点。还有另外一天也创造了股票成交量的纪录。1998年9月3日，纽约证券交易所成交量超过8.7亿股，在9

月 8 日道琼斯指数上涨 380 多点。美联储主席阿伦·格林斯潘暗示中央银行可能会降低利率，市场被这个消息振奋。尽管偶尔出现差错，市场还是能够高效处理大幅增长的成交量。但是这种高效的处理能力足以令人感到惊奇，人们依然记得在 1970 年虽然当时的交易量仅仅是 1998 年日交易量的一部分，整个证券市场几乎崩溃了。这个结果并非偶然。在过去的十年中，纽约证券交易所投资了 20 亿美元更新技术，以应对日益上涨的交易量。

然而，坏消息还是层出不穷。花旗集团预计将从俄罗斯证券交易中损失 2 亿美元。7 月和 8 月，美林在俄罗斯等新兴市场的业务损失达 1.35 亿美元。英国巴克莱银行在俄罗斯的业务损失超过 4 亿美元。所罗门美邦（Salomon Smith Barney）在 1998 年 7 月表示将大幅降低它们在美国政府证券交易中的风险，但很显然需要更大幅度地降低风险。1998 年 9 月该公司宣布它在全球债券交易中损失了 3.6 亿美元。

1998 年 9 月 10 日，巴西股市下跌 15%，引发再一次冲击。当天道琼斯指数下跌近 250 点。美国浮现出更多的经济隐患。1996 年的《自由农场法案》降低了对许多农产品的补贴。此后，谷物价格跟随整体市场价格的下跌而下降。截至 1998 年 10 月，美国农产品价格暴跌，农业净收入预计下降近 16%。在亚洲经济危机后，农产品价格进一步下跌，国会批准了一项对农民的紧急援助计划。该计划降低了《自由农场法案》中消除作物补贴条款的作用。长期受到国会保护的美国偶像——小农户，越来越不合时宜。小农户纷纷离开农场。1997 年至 1999 年农业收入下降了 38%，截至 1999 年爱荷华州每年流失1 500个农民。1999 年，与小农户状况相反的是大农场主占据农副产品销售额的 72%，较 1989 年上升了 19 个百分点。

最近与国民银行合并的美洲银行，宣布在 1998 年第三季度损失 14 亿美元，其中包括 D. E. Shaw 的 4 亿美元的贷款违约。在新兴市场的损失则是美洲银行最严重的问题。哈佛大学 1998 年 9 月宣布自 1998 年 7 月初已经损失了 13 亿美元。美国信孚银行 1998 年 10 月遭受了 4.88 亿美元的亏损，主要来自俄罗斯和拉丁美洲的交易损失。

长期资本管理公司

1987年，有800～1 000家对冲基金，管理资金规模在750亿～1 000亿美元。到1998年，对冲基金的数量已增至4 000家，管理的总资产超过2 000亿美元。根据报道，对冲基金的资产规模在1991年至1994年增加了1倍。对冲基金或风险投资基金吸引了来自大学和其他机构的投资。对冲基金常常能提供可观的收益回报。2000年9月，哈佛大学捐赠基金宣布获得32.2%的收益，主要来源于风险投资基金。

20世纪90年代著名的对冲基金经理人包括乔治·索罗斯和迈克尔·斯泰恩哈特。另一个著名的基金经理人保罗·都铎·琼斯1987年赚了近1亿美元。他迅速成为联邦的调查对象。依据政府有点扭曲的逻辑，琼斯因为在自己的湿地建鸭塘被罚款200万美元。20世纪末期存在各种小而精的对冲基金。它们进行资本投资，也提供咨询服务。这种基金的代表有绿山公司（Greenhill & Co.）、黑石集团（the Blackstone Group）、Allen & Co.、Evercore Partners和Gleacher & Co.。

一般来说对冲基金是不受监管限制的合伙公司。它们试图通过各种高风险投资去获取高额回报，并按照基金业绩给予基金管理人薪酬。一般来说，对冲基金的最低投资额度在25万～500万美元。对冲基金经常参与高杠杆的投资工具。在有利的市场条件下高杠杆能带来大量的利润，但是在市场下跌的时候损失也相应地被放大。一些对冲基金在1994年债券价格突然下跌的时候遭受了严重的损失。1998年动荡的市场行情给对冲基金带来更大的损失。管理230亿美元资金的对冲基金老虎基金（Tiger Management）在1998年的9月损失了21亿美元，10月又损失了34亿美元。老虎基金在1998年10月还经历了在货币交易上单日20亿美元的巨额亏损。但是即便遭受如此严重的损失，老虎基金在1998年的整体表现依然可观。另一个在1998年10月遇到麻烦的对冲基金是位于康涅狄格州格林尼治市的埃林顿资本管理公司（Ellington Capital Management）。乔治·索罗斯规模200亿美元的量子基金由于俄罗斯政府1998年8月的违约行为遭受重大损失。索罗斯宣布关停量子基金旗下一个

规模15亿美元的新兴市场对冲基金。索罗斯不再参与量子基金的日常管理，但他是索罗斯基金管理公司的三位监管人之一，而量子基金由索罗斯基金管理公司管理。在1998年的夏天，当俄罗斯经济开始出现崩溃迹象时索罗斯的对冲基金在俄罗斯还保有10亿美元的投资。

更严重的损失发生在对冲基金长期资本管理公司（LTCM），该公司由于在交易头寸上的失误在1998年9月损失了原有48亿美元本金当中的90%。长期资本管理对冲基金建立于1994年，聘用了一些学术牛人指导其以“市场中性”为原则的交易。LTCM最初有30亿美元的初始本金和25位拥有博士学位的员工。几家大型金融公司给了LTCM投资，很多银行都给予了LTCM基金大额的贷款，从而LTCM可以进一步扩大公司的投资杠杆。LTCM基金的领导者是约翰·梅里韦瑟，他被认为是一名像《说谎者的扑克牌》一书中描述的那种王牌交易员，其在Paul Mozer丑闻之后离开所罗门兄弟公司。LTCM其他的负责人还有前美联储副主席戴维·马林斯，诺贝尔经济学奖得主罗伯特·C. 默顿和迈伦·S. 斯科尔斯。

LTCM基金从事“收敛”交易。例如，它首先借入布雷迪债券（Brady Bonds），然后卖空再购买由同一国家发行的非布雷迪债券。LTCM预期布雷迪债券和非布雷迪债券之间的价差会逐渐缩小。但是，如果两种证券的价差扩大的话LTCM基金就会赔钱。LTCM的另一种投资通过总收益互换来提升杠杆，它承诺为机构投资者购买一定量股票所需花费的资金支付固定的利息。与此同时，机构投资者支付LTCM在互换期间股票产生的股息以及价格上升带来的收益。如果股票价格下降，LTCM要赔偿机构投资者。

因为市场动荡LTCM遇到巨大损失。美联储担心LTCM的失败可能会导致市场恐慌。然后，美联储向包括美林银行、旅行者集团、高盛和JP摩根在内的与LTCM有关的银行和投资者施压，要求它们拿出35亿美元拯救LTCM。在很短的时间内，LTCM就耗用了整个援助资金当中的19亿美元，好在LTCM似乎又起死回生了。虽然对LTCM的紧急救助资金中并没有涉及任何政府资金，但是由于美联储的干预和援助计划中涉及衍生品，它还是引发很多争议。各银行承认LTCM的业务已经导致它们约11亿美元的损失。这其中包括为

LTCM 投资2.5亿美元的意大利银行和投资1亿美元的日本住友银行。欧洲第一大银行瑞银在与LTCM的业务中损失了7.80亿美元。但是，这一事件似乎只是暂时的挫折。LTCM在1998年后期业绩反弹，但1999年底衡量其业绩的指数显示LTCM并没有跑赢标准普尔500指数。

市场的波动与增长

在1997年资产支持证券的发行量增加至1 500亿美元，而在1998年下半年由于股市暴跌该市场同样遭受了重创。在此期间当在股市上遭遇巨额亏损后，人们对于用来评估机构自营业务风险的在险值（VAR）模型提出了质疑。绩优股遭受重创。自20世纪70年代以来一直用来衡量市场核心实力的50只大市值成长股被称为“漂亮50”（Nifty Fifty），在整个市场开始暴跌后“漂亮50”的辉煌也不复存在了。在1998年7月到8月道琼斯指数下跌了大约20%；8月31日单日跌幅就达到512点。尽管美林、潘恩·韦伯集团，和唐纳森勒夫 & 詹雷特公司在1998年第一季度都宣布了创纪录的高收益，市场在第三季度的低迷表现还是导致了华尔街的裁员潮。信孚银行和花旗集团也准备大批裁员。美林股价在3个月的时间里蒸发了2/3，宣布将裁员3 400人。兼并和收购的数量也减少了。然而，市场上还是有一些好消息的。在1998年10月，失业率几乎下降至30年的新低，按照目前流行的货币供应指标M3来看，货币供给增速达到了13年以来的最高值。在1998年9月，抵押贷款利率也处在“一代人时间中的最低水平”①。

市场仍然动荡不安。在1998年9月和10月当中的六周时间里，道琼斯指数在7 400～8 200点震荡。平均每天盘中高点和低点之间相差240点。在10月中旬，道琼斯指数跌至8 000点左右，比其7月峰值低15%，后来又上升了12%以上。1998年10月15日，道琼斯指数上涨了330.58点。美联储降低贴现率0.25%的决定对市场来说是个意外，触发了一拨上涨行情。1998年10月26日纽约证券交易所的计算机故障导致将近一个小时的交易中断。这也影响

① “What's News,” *Wall Street Journal*, September 25, 1998, p. A1.

到了股票衍生工具的交易。道琼斯指数在1998年10月上涨了9.6%。到1998年11月7日已经反弹至8 975.46点，仅仅比1998年7月17日的历史最高值低4%。道琼斯指数于1998年11月18日创下自1998年7月22的新高9 041点。1998年11月23日，上涨214.72点达到9 374.27，这次上涨得益于降息和并购活动。经历了这波上涨之后，道琼斯指数已经从其1998年8月31日的低点上升了1 835.20点。

道琼斯指数面临着其他指数的竞争。罗素2000指数日趋受到欢迎。这是一个中小盘股组成的指数。这些股票交易活跃，因为它们当中包括很多投资者感兴趣的参与电子商务的所谓的网络股。另一个与道琼斯指数竞争股市指标地位的是标准普尔500指数。标准普尔在1998年11月宣布将原先标准普尔500指数中的克莱斯勒公司去除，因为该公司已经与戴姆勒—奔驰公司合并了，取而代之的是美国四大零售业巨头之一的西夫韦（Safeway）股份公司。这就要求那些跟踪标普500指数的共同基金或其他投资者购入大量西夫韦公司的股份。西夫韦公司股价大幅上升，人们批评说此事是由纽约证券交易所的专家操纵的。

纽约证券交易所1998年股票的成交量为1 700亿股，较上年增长27%。1998年日均交易量为6.736亿股，较1997年5.269亿的日均交易量明显增长。1998年，程序交易占总交易量的17.5%，平均每天1.17亿股。1998年，纽约证券交易所有350万笔大宗交易。纽约证券交易所曾威胁说要搬离纽约，但纽约市通过谈判拼命将其留了下来。最终双方达成一项协议，纽约证券交易所可以在华尔街23号，也就是J.P摩根大楼的后面建一个新的交易所。1998年，排在行业前列的投资银行包括美林公司、摩根士丹利添惠、高盛、所罗门美邦、花旗集团和雷曼兄弟。美国公司大约50%的首次公开发行是由摩根士丹利添惠、美林或高盛承销地。在世界范围内，每10起兼并收购业务当中的9个都是由这三大公司担任顾问。到1999年，嘉信理财则已经将其大部分经纪业务转移到互联网上。随着1998年和1999年初的市场上涨，经纪业务利润丰厚。

养老基金继续扩张。到1997年，教师保险及年金协会—大学退休股票基

金（TIAA－CREF）共管理着150万名老师和免税组织员工的养老金，总资产1 250亿美元，其中包括510亿美元的证券资产。康菲石油（Conoco）1998年11月的首次公开发行是美国历史上规模最大的一次，总共发行价值44亿美元，超过1.90亿股的A类普通股，其承销商中有数家银行的附属公司。

房地产投资信托基金

自1995年前后，房地产投资信托基金（REITs）开始购买大量的资产，并实现了强劲的盈利和增长。美联储指出，面向REITs的贷款通常数额较大且无担保。房地产投资信托基金在1998年遭遇了挫折。1998年11月一些REITs从收购业务中脱身，随后开启了REITs市场的萧条期。1998年REITs股大幅下跌。酒店REITs下跌50%，办公楼REITs也下跌25%。1998年初至1998年11月商业抵押REITs的股票跌幅超过75%。

通用汽车信贷的商业房贷公司和通用金融服务（GE Capital Service）在1998年10月REITs市场崩溃时大量购入商业抵押贷款支持的债券。另一个买家是Criimi Mae公司，该公司是一家专门购买高风险抵押贷款支持债券的抵押房地产投资信托基金。Criimi Mae公司在1998年10月宣布破产，这家位于马里兰州罗克维尔市的公司曾是商业抵押贷款支持债券的最大购买者。随着商业抵押贷款证券市场在1998年12月重新恢复，REITs市场也上演了又一个反弹。在此之前的两年时间里REIT市值已经下降了21.3%，但此时也开始反弹。1998年，许多REITs利用自己的股票去购买房地产，直到1998年时股票价值下降22%。这种做法使得REITs的总资本量猛减300亿美元，导致它们即便在市场价值再次上升的时候也没有足够的能力去购买更多的房地产。高纬环球（Cushman & Wakefield）仍然活跃在房地产和投资银行的市场中，也会销售一些商业地产。总有一两个凤凰会从废墟中重生。曾经是20世纪80年代过度建设典范的伦敦金丝雀码头写字楼项目，最终迎来了成功。该项目曾在1997年发行了价值9亿美元的债券。另一个起死回生的是唐纳德·特朗普，他在纽约建立了自己的房地产帝国，并在大西洋城建造了一个巨大的赌博城。在20世纪90年代初特朗普遇到了严重的财务问题，但他最终坚持了

下来甚至东山再起，特朗普甚至被推选为总统候选人。索尔·施泰因贝格卸任信实集团（Reliance Group Holdings）的牵头执行官，这家保险公司在经营上遇到了麻烦。施泰因贝格此前尝试接管迪士尼和化学银行，但是最终失败了。曾经的房地产巨头 William Zeckendorf Jr. 正面临着财政危机，可能在 20 世纪末迎来公司破产。

欧元

在欧洲，很多国家的货币正在被“欧元”取代。欧元区的国家包括奥地利、比利时、芬兰、法国、德国、爱尔兰、意大利、卢森堡、荷兰、葡萄牙、西班牙和希腊。英国选择不使用欧元，丹麦选民在 2000 年 9 月决定不参加欧元区。欧元与各加入国货币的转换比率定格在 1998 年 12 月的汇率水平上，欧元在 1999 年 1 月开始被用于记账式交易当中。而欧元纸币和硬币则在 2002 年 1 月发行，之后欧元区原有国家的纸币和硬币就可以退出使用了。欧元的发行被说成是“自 1792 年美元发行以来最重大的货币创新”[①]。但欧元并没有立即取得成功。欧元相对美元贬值了。德国政府试图通过建立汇率目标区限制欧元对美元和日元的汇率波动。美国反对这一提议。欧元继续下挫，对美元汇率下跌到远低与平价以下。甚至有人担心欧元可能要退出流通，2000 年 10 月政府进行干预以维持其币值。

为了便于欧元的流通，欧洲中央银行（ECB）在 1998 年 5 月成立。建立 ECB 的初衷是为欧洲国家组建一个独立的中央银行，欧洲中央银行本应成为“历史上最独立的中央银行”[②]。ECB 没有对银行的监管责任，而是由各个国家的监管机构继续行使监督职责。欧洲国家合并后采用欧元计价的金融市场规模几乎达到跟美国金融市场一样大的规模。欧元为伦敦证券交易所提供了新的业务。伦敦证券交易所已经提供美元、英镑和其他 35 种货币的交易服务。除了货币交易以外还有全球股票市场，囊括了来自 60 多个不同国家的 531 家上市公司。在 20 世纪末，伦敦证券交易所管理着价值 2.5 万亿美元的

---

① “Europe's Adventure Begins,” *The Economist*, January 2, 1999, p. 15.

② “Euro Brief,” *The Economist*, October 31, 1998, p. 85.

证券资产，此时的纽约证券交易所旗下证券资产为2.4万亿美元。美国另外五大城市也位列资产排行的前十位。纽约的资产基础的增长速度也比伦敦要快。

创纪录的增长

1998年12月，美国经济已经进入自1991年3月以来不间断增长的第93个月份。这次经济上升期比1982年至1990年的扩张期时间长，但还未超过20世纪60年代的扩张期时间。失业率下降到40年来的最低水平。在20世纪末，失业率仍保持在29年来的最低点。1998年9月当美国的储蓄率转为负值时，开始出现一些担忧。这是自大萧条以来第一次出现负储蓄。通货膨胀不再是一个令人忧虑的问题，相反，通货紧缩开始引发一部分经济学家的担忧。尽管最高法院裁定在预算项目上总统不能行使单向否决权，联邦财政赤字还是在减少。政府报告说1998年财政盈余700亿美元，国会预算办公室预计在未来十年会出现1.5万亿美元的总盈余。一些政治家建议用政府财政盈余弥补预期的社会保险的亏空。同时，也提出要改革社会保险系统，使用个人投资账户或允许政府投资股票及其他证券以提高收益。这个提议的前提条件是私人投资的收益率比社会保险系统高，从而投资者可以利用私人投资来资助社会保险系统。这个前提条件在20世纪90年代的市场环境下是可以满足的。另一种解决方法是出于现有系统资金不足的实际情况削减社会福利或者动用政府财政盈余。在1999年因为性丑闻遭受弹劾期间，克林顿总统在国情咨文中提议允许政府代表社会保险系统投资股票。克林顿担心如果投资者自己进行股票投资，他们可能在股票市场投资失利或成为投资欺诈行为的受害者。克林顿的这项提议引发市场关于政府把美国商业社会化的担忧，市场认为政府代表社会保险系统进行投资的真正意图是控制公司的商业活动。由于市场的反对意见，克林顿最终放弃了这项提议。在2000年的总统竞选中是否应该创建退休账户来补充甚至替代现有社会保险系统仍然是一个有争议的问题。

第4节　市场泡沫和转变

整合

经济研究表明很多并购案例其实并不成功，但是这一发现并没有减缓并购行为。西屋电气在1995年出资54亿美元收购了哥伦比亚广播公司（CBS）。这项交易预示着另一个并购狂潮的到来。在1996年前三季度就有近2 000亿美元的并购。紧接着1997年也出现了大约11 000起、总价值超过9 000亿美元的并购案。另外9 500亿美元的并购出现在1998年的上半年。1997年11月，世通公司（WorldCom，Inc）出价370亿美元收购MCI通讯公司。在当时，这笔收购将成为美国历史上最大的并购案，但是最终由于司法部反垄断行动的威胁土崩瓦解。克莱斯勒和戴姆勒－奔驰在1998年5月同意合并，这又是一个规模巨大的合并案例。1997年11月，曾经在20世纪70年代吞并大量公司的国际电话电报公司（ITT）发现自己成为喜达屋公司（Starwood Lodging Trust）和希尔顿酒店之间一场收购战的目标。最终喜达屋以102亿美元的收购价拿下ITT。一些大型企业要抛售那些不盈利的业务，另外一些大型企业要削减一些不重要的业务。在Carl C. Icahn寻求控股RJR的时候，RJR－Nabisco公司宣布将其食品业务当中的烟草部门拆分出来卖给一家日本公司。后来，菲利普·莫里斯（Philip Morris）收购了纳贝斯克（Nabisco）。1997年7月18日，成功的公司收购者戈德史密斯爵士（Sir James Goldsmith）去世，享年64岁。据估计他的财富价值250亿美元。

1998年5月克林顿政府提出的一份美国商业集中度的报告中，开始了另一轮对货币信托的追查。但合并仍在疯狂地进行着，这个公告并没有带来什么实质影响。这次合并浪潮中包括美国在线和网景（Netscape）的合并。国际纸业（International Paper）出资66亿美元收购了联合坎普（Union Camp）。1998年并购业务的总计价值是2.5万亿美元。在1998年第三季度，跨国并购交易的总额大约为1 400亿美元。1998年一些较大的并购案包括：旅行者集

团和花旗银行、SBC 通信和美国科技、国民银行和美洲银行、AT&T 和远程通信公司、大西洋贝尔和美国通用电话电子公司、英国石油和阿莫科、诺威斯特和富国银行、第一银行和芝加哥第一银行、伯克希尔哈撒韦公司和通用再保险公司、美国国际集团和太阳美国、华盛顿互惠银行和 HF 阿曼森、麦克森公司和 HBO，以及美国废料处理和废物管理。1998 年 11 月 23 日，宣布即将进行或者正处在协商过程中的并购总价值为 400 亿美元。1998 年 12 月 1 日，埃克森被美孚接管，这将把“在 1911 年被拆散的标准石油帝国的两个最大的部分重新组装起来”①。这次合并价值 800 亿美元，至少在一段时间内将是有史以来最大的合并。后来，雪佛龙和德士古会（Chevron and Texaco）也同意进行合并。

1999 年 3 月，康卡斯特宣布将出资 530 亿美元收购第一媒体。截至 1999 年 12 月，世界范围内的并购交易总价值达到 3.1 万亿美元。欧洲在并购活动中领先于美国。在 1999 年的前 9 个月当中外国公司共投资 2 560 亿美元用于收购美国公司。与此同时，美国公司共投入 1 219 亿美元用于收购外国实业。美国人在 1999 年购买了许多加拿大公司。1999 年的前三个季度，美国人就斥资 240 亿美元购买了 181 家加拿大企业。1999 年 11 月，通用电气宣布它将联合住友银行和大和证券成立规模 280 亿美元的基金在日本进行兼并收购活动。截至 1999 年 12 月通用电气已经收购了日本约 170 亿美元的业务。从联合废品工业公司（Allied Waste）收购 Browning - Ferris Industries 的事例中就能明显体现出从商业银行延伸出来的投资银行的作用，当时这起收购案就是由花旗银行和所罗门美邦共同管理的。此次融资包括 70 亿美元的银行贷款，25 亿美元的过桥贷款，20 亿美元的高收益债券和 1 亿美元的股权投资。

美国家用产品公司和华纳—兰伯特公司正计划合并，这将组建世界上最大的制药公司，估值 700 亿美元。该消息公布后，辉瑞公司以 840 亿美元收购了华纳—兰伯特的所有股票。1999 年 12 月，法玛西亚普强公司和孟山都公司同意以 270 亿美元合并。2000 年 1 月，葛兰素威康与史克必成合并，成交

① Agis Salpukas, “Do Oil and Bigger Oil Mix?” *New York Times*, December 2, 1998, p. C1.

价 757 亿美元，创造了全球最大的制药公司。MCI 宣布将出资 1 150 亿美元通过股权互换收购斯普林特。美国联合航空公司和美国航空公司之间的合并被反垄断机构制止了。英国移动电话运营商沃达丰发起了一项更大规模的兼并，将出资 1 170 亿美元敌意收购德国通讯公司曼内斯曼。该敌意收购被曼内斯曼坚决抵制，但最终曼内斯曼公司屈服接受了收购提议。美国在线（AOL）宣布将以 1 178 亿美元的价格与时代华纳公司合并，这个提案最初还遭到了司法部的反垄断调查。

金融服务业的整合也在继续。1999 年 2 月，荷兰全球人寿保险公司（Aegon N. V.）宣布正在以 97 亿美元整体收购泛美公司。当时，泛美是美国第六大寿险公司。巴尔的摩普天信公司的加入使得全球人寿成为美国仅次于保德信人寿保险公司和大都会人寿的最大的保险公司之一。日本保险公司也在合并当中。三井、日本和兴亚宣布将合并成为日本最大的意外险保险公司，总资产 579 亿美元。1999 年 3 月，英国保险公司保德信试图购买资产管理公司 M&G 集团，这将使保德信成为英国最大的共同基金。欧洲的保险和银行富通集团宣布要购买位于佛罗里达州迈阿密的美国银行家保险集团（American Bankers Insurance Group）。该公司和另一家富通集团旗下的美国安全集团共占据信用保险市场 30% 的市场份额，它们为信用卡余额和大额消费提供保险。英国 1999 年 10 月出现了对英国国民西敏寺银行（National Westminster Bank）的竞购战。参与争夺的银行是苏格兰银行和皇家苏格兰银行。澳大利亚历史上最悠久的两大金融机构澳洲联邦银行（CBA）和银行保险商（bancassurer）首域投资（ColonialFirstState）合并了。新合并公司的业务范围包括：基金管理和网上零售经纪以及银行业务，以及其他一些业务。

在 20 世纪末，美国钢铁行业遇到了麻烦。大型钢铁企业，例如由摩根大通在世纪之交重新整合美国钢铁公司后组建的 USX，在与小型炼钢厂和外国公司的竞争过程中败下阵来迅速丢掉原有的市场份额。铁路战争在更早的时代就已经出现了。在 1997 年，CSX 公司和诺福克南方公司为了争取得到对联合铁路公司的控制权发动了 100 亿美元的商业战争。诺福克南方铁路公司在这场斗争中取得了胜利，联合铁路公司在东北地区铁路系统上

长达 22 年的统治时代结束了。历史上最大的铁路公司合并案例是联合太平洋公司收购南太平洋铁路公司。那次合并涉及 53 000 名员工、7 000 台机车、155 000 台货运车和 36 000 英里的轨道。合并后，货运服务几乎崩溃，美国运输部门出现巨大问题。在 1997 年至 1998 年为了理顺这个烂摊子，出台了一系列的措施来努力补救合并后出现的问题。另一起大规模的铁路公司合并发生在 1999 年 12 月，这是北伯林顿铁路公司和加拿大国家铁路公司价值 60 亿美元的合并。

20 世纪末，美国的大公司主要包括：福特汽车、沃尔玛、埃克森美孚、IBM、花旗集团、菲利普·莫里斯、波音和 AT&T。1999 年 9 月，微软公司市值 5 000 亿美元。微软的股价在州地方法院作出垄断判决后开始逐渐恢复上涨。当微软宣布正在准备发行 Windows 2000 软件程序的时候，股票价格增长了 10%。即使这样，在 2000 年 3 月思科系统超过微软成为全球价值最高的公司。另一家美国大型公司是英特尔公司，价值 2 900 亿美元。通用汽车公司曾在 1972 年以 300 亿美元的销售总额领先全美。1998 年 1 780 亿美元的销售额仍处于领先地位，但该公司业务持续下降。1999 年 6 月，福特汽车将德尔福汽车系统剥离出去，通用汽车股东每 100 股通用汽车公司的股票将获得 70 股德尔福汽车系统的股票。汽车行业正在经历一场巨大的合并。福特同意向宝马收购路虎。通用汽车公司收购了菲亚特和斯巴鲁的股份。福特汽车还收购了马自达、捷豹、沃尔沃，戴姆勒克莱斯勒也收购了三菱汽车 1/3 的股份。

1999 年 9 月通用电气公司价值达 4 000 亿美元。自其 1981 年被韦尔奇接管以来公司价值上涨了 3 000 亿美元。通用电气公司向霍尼韦尔公司出价希望将其收购，但是合并被欧盟阻止了。大都会人寿是美国最大的保险公司。当大都会人寿完成员工持股改革以后将成为美国股东人数最多的公司。另一家保险公司约翰·汉考克金融服务公司利用股票 IPO 筹集了 17 亿美元。这次 IPO 改变了公司，将其从持续了 137 年的互助公司（Mutual Company）结构转变为公司结构。AT&T 在 1999 年 3 月宣布正在准备筹集 100 亿美元用于收购业务。为了实现这个融资方案，AT&T 提出发行 80 亿美元的债券，这将成为历史上规模最大的公司债券发行。本次发行的债券包括不同到期日和不同利

率的债券。其中包括30亿美元30年到期、年利率6.5%的票据。票据最终以折扣价出售，实际出售价格为票据面值的98.936%。联合簿记管理公司是美林和所罗门美邦。参与承销的其他公司还有布雷洛克合伙人公司、纽约银行资本市场部（BNY Capital Markets）、摩根大通、国民银行蒙哥马利证券、第一芝加哥银行资本市场部（First Chicago Capital Markets）和德意志银行证券。

AT&T最大的债券发行纪录并没有维持很久。1999年7月，福特汽车公司及其信贷子公司宣布发行86亿美元的债券。房利美2000年1月的债券发行成为历史上规模最大的全球债券发行业务。100亿美元的基准票据，有超过10亿美元的订单是通过互联网完成的。本次发行的联合簿记管理人是摩根士丹利添惠。联合包裹服务公司在1999年11月10日进行首次公开发行，成为美国历史上最大的IPO，融资60亿美元，承销商包括E*Offering。杜邦公司将其化工业务与制药、农业化学品和其他产品业务分割开来。杜邦公司发行了新证券，跟踪后面这组被称为生命科学类业务的业绩。这种“跟踪”股票有时候也称为注明业务股票（lettered stock）或者定向股票（targeted stock），允许投资者对多元化公司的特定业务进行投资。杜邦1999年10月宣布了一个被称为“初创期”的20亿美元全球债务融资计划。其中，10亿美元将通过发行2004年10月15日到期、利率6.75%的票据募集。另外10亿美元是长期票据。

金融和商业

20世纪末，超过7 000万名美国人在使用互联网。1999年，有2 200万名美国人通过互联网进行购物。以网络为基础的经济形式——电子商务，由此创立。2000年1月初，美国在线同意与时代华纳合并。这是一起规模创纪录的并购，价值超过1 170亿美元。互联网服务公司在市场上非常受欢迎。早在1995年网景通讯公司公开上市的时候，就预示着互联网公司将成为一个市场热点。许多其他互联网公司紧随其后，包括交易首日上涨300%的特玛捷票务；提供互联网接入服务的美国在线；截至1999年12月市盈率达到735倍的互联网门户公司雅虎；网上书店亚马逊，其创始人杰夫·贝佐斯在公司公开

上市后身价70亿美元；拍卖网站eBay，其股票市值在公司盈利之前就已经上升到270亿美元。来自北卡罗来纳州达勒姆市的红帽公司于1999年上市，定价14美元每股，上市当天价格猛涨至52美元。这是股票市场历史上最大的单日涨幅之一。紧随其后的是VA Linux，创下首次公开发行的新纪录。该公司股价从30美元上涨到239.25美元，涨幅达到698%。“硅谷历史上规模最大的IPO”是安捷伦科技公司1999年12月的IPO[①]。那次IPO总价值21.6亿美元。

新型电子商务公司发现金融服务是其主营业务的一个天然附属品。亚马逊1999年11月宣布与NextCard联合推出信用卡。NextCard在互联网上发行威士、万事达等信用卡。电子商务也通过直接的创业公司渗入到金融服务行业。2000年2月，两家投资公司为一家名为efinanceworks的初创公司投资3亿美元，该公司将通过贷款打包和信贷处理参与到银行、保险和证券业务中。1999年12月，美林证券宣布了“有史以来世界上最大的互联网融资案”[②]，其中包括14.31亿美元的普通股融资和近10亿美元的其他形式融资。投资者可以选择各种投资方式。例如他们可以直接通过IBInvest Direct投资于“亲密品牌”（Intimate Brands），这是一家专门出售女性内衣的连锁店，旗下品牌包括维多利亚的秘密。为了宣传这个投资途径，公司在《华尔街日报》刊登了整版的广告，模特身着公司几款非常具有吸引力的产品。1999年10月美国梧桐网络公司的首次公开发行原始定价38美元，但很快就上涨至270.87美元，价格在首个交易日收盘时下降到184.75美元。

1999年12月，所罗门美邦发行了价值22亿美元的股票挂钩可转换次级票据。雷曼兄弟是MediaOne Group, Inc. 2 600万美元保费收入可兑换证券（PIES）的主承销商。这其中包括7%的可转换票据，可以将沃达丰（Vodafone AirTouch）的普通股转换为美国存托凭证。承销团成员包括塔克安东尼、加拿大帝国商业银行、爱德华·D. 琼斯公司、穆里尔·西伯特公司和阿格·爱德华兹父子公司。1999年5月，MapQuest. com以每股15美元的价

① “The Largest IPO in Silicon Valley History,” *Wall Street Journal*, December 1, 1999, p. C2.

② “Largest Internet Financing Ever,” *Wall Street Journal*, December 21, 1999, p. C7.

格发行了460万股普通股。承销商包括BancBoston、罗伯逊·斯蒂芬森、戴恩·劳施·维塞尔斯、美国合众银行、派珀·贾弗雷和Thomas Weisel Partners。1999年5月，Comps.com以每股15美元的价格发行了450万股普通股。牵头承销商是沃尔普、布朗和惠兰。该承销团的其他成员包括Everen Securities, Inc.、Needham & Co.、Hambrecht & Quist和ING Barings。互联网机票卖家Cheap Tickets, Inc.宣布发行350万股普通股，每股价格15美元。承销商包括威廉·布莱尔公司，戴恩·劳施韦塞尔斯、翰姆雷彻和奎斯特、亚当斯、哈克尼斯 & 希尔公司，以及C. E. Unterberg, Towbin。1999年3月，联合泛欧通信公司面向全球发行44 600亿股普通股或美国存托凭证。承销商包括高盛、摩根士丹利添惠、巴黎银行、嘉诚公司和MeesPierson, N. V.。

1999年，在美国每1美元的投资中有超过90美分是通过债券而非股票募资。1999年，发行的国际债券中有45%的比例为欧元。相比之下，只有40%为美元债券。全球股票和债券发行的头号管理者是美林公司。高盛在美国股市占据头把交椅。DLJ是高收益债券发行业务的头号承销商。大通曼哈顿是1999年银团贷款业务中的佼佼者。1999年，高盛、摩根士丹利和美林三家公司经手的并购业务各自都超过了1万亿美元。

政府融资

财政部发行了新款金色萨卡加维亚（Sacagawea Coin）硬币。这将用于更换苏珊·安东尼1美元硬币，这款硬币因为常被人误认为是25美分的硬币而不得人心。美国铸币局认为通过银行系统发行硬币效率低下，但是当它刚开始通过沃尔玛发行萨卡加维亚硬币的时候还引发了一些争议，一些银行对此表示不满。在此期间，财政部还发行了一系列新款25美分硬币，该系列硬币的其中一面以每个州的特色作为题材。

1998年，有36个一级交易商是美国政府债的做市商。其中一家公司，Eastbridge Capital, Inc.宣布将退出这一业务。1999年12月，外国人持有美国政府债券的40%份额。20世纪末，美国整个债券市场总价值为5.27万亿美元，其中包括国债、企业债券、市政债券和抵押贷款支持证券，但债券市场

正经历着大概19年以来最大的跌幅。自1998年10月以来固定收益证券的价格一直下跌，这是自1981年以来最长的下跌期。好消息是联邦政府在1998年迎来了近30年以来的首次财政盈余，预计财政盈余大约为400亿美元。然后，财政部开始改变其借贷活动，削减3年期国债发行量，将5年期国债的发行频率从每月发行改为每季度发行一次。市场利好消息不断。20世纪末，联邦政府接连两年迎来财政盈余。这是自1956年和1957年以来第一次连续两年出现盈余。随着财政盈余的不断增长，财政部在2000年1月宣布考虑停止30年债券的发行，并进一步削减其拍卖次数。紧接着，美国财政部宣布未来两个季度将把公众持有的债务额降低约1 700亿美元，这将成为美国历史规模最大的减债行动。这种方向性变化导致债券市场的大量损失。关于怎样使用财政盈余的争议还在继续。克林顿总统曾表示他希望在2015年之前还清全部国债，但他本人和其他民主党人又提出了许多新项目，需要增加开支。共和党人支持通过减税将财政盈余返还给纳税人。政客们想尽办法利用互联网为自己谋取利益，募集竞选资金是他们的首要任务。民主党总统候选人比尔·布拉德利宣布通过互联网募集到100万美元的竞选资金。一名共和党候选人募集到50万美元。在2000年总统竞选中富人遭到了民主党人的攻击。副总统阿尔·戈雷希望增加对富人的税收，但是究竟哪些人应该被征收更高的税还存在异议。应该将收入超过25万美元的个人还是超过40万美元的个人划入这个精英群体还存在不同意见。但是无论使用哪一种标准，民主党这项提案的批评人指出这些所谓的精英人士往往来自穷人阶级或中产阶层，他们通过努力工作积累财富，只有不到1/3的人购买珠宝或其他奢侈品。这些超级富豪中只有18%的人拥有或计划购买第二座房产。大多数人将他们的财富用于投资。共和党人还指出这部分人已经承担了不成比例的税负。共和党候选人乔治·W. 布什还想进行一个全面的减税。

截至1999年2月美国经济已经连续增长95个月。这是美国在和平时期所经历的最长的经济扩张期。1999年4月，失业率仅为4.2%，这是自1970年以来的最低水平。一直以来，对华尔街的货币信托的追捕都在进行。1999年5月联邦政府对金融机构的承销活动展开调查。股票初次发行的承销费用几乎

总是定在7%，政府试图证明这是承销商之间串谋并由领头的承销商进行定价的结果。被调查的对象包括摩根士丹利添惠、美林、瑞士信贷、第一波士顿、雷曼兄弟、唐纳森、勒夫、詹雷特以及所罗门美邦公司。在国会的要求下联邦政府也对自身的机构进行了重新安排。美国国税局在1988年重组，并且成立监督委员会来监管国税局及其执法活动。组建监督委员会是为了对国税局进行监管、平复纳税人的不满，因为此前纳税人曾抱怨国税局在其执法活动中太粗暴，并且存在侵夺纳税人财产的不公平行为。

增加资本

红利再投资计划（DRIPs）于1999年被采用，从而投资者可以直接从公司购买股票而不用支付给经纪佣金费用。DRIPs允许投资者购买零股，通常每月的购买额在10~25美元。有时需要支付一小笔费用。通常情况下，DRIP项目要求投资者首先通过经纪公司购买一定初始量的股票。到1995年，大约50家公司允许投资者直接从股票发行公司进行首次购买。在20世纪末，DRIPs业务受到了来自电子交易业务的冲击。电子交易系统更加灵活，并且低廉的成本使得DRIPs业务丧失了原有的优势。在20世纪末，仅有很少的美国公司还支付股息。在20世纪50年代，10家美国公司当中有9家公司会支付股息，但是在20世纪末的时候仅有1/5的公司支付股息。

蓬勃的股市对于高盛来说实在太诱人了，它的合作伙伴们投票决定成为一家上市公司。通过此次公开上市预计可以募集25亿美元的资本金，但市场行情的下跌导致最终发行一直推迟到1999年的夏天。高盛宣布首次公开发行6 900万股普通股，总价值36.57亿美元。高盛是它自己股票发行业务的全球协调人，大约150家公司参与了这次承销。一家高盛早期的投资者Bishop Estate在此时陷入丑闻当中。它成立的宗旨是资助夏威夷本地的学生，规模60亿美元。但是后来被指控存在资金滥用、要求回扣、性骚扰现象。五名慈善基金托管人当中的四名被辞退，另一位托管人在监督委员会威胁将驳回该基金会免税资格以后主动辞职了。这些托管人每年的报酬曾高达100万美元。

外汇交易

2000 年 9 月，期权交易所由于不允许同一家上市公司股票的期权在多个交易所挂牌而受到指责。同时这些交易所也面临着来自在互联网上进行交易的国际证券交易所（International Securities Exchange）的竞争。由于面临来自国外电子交易所和场外衍生品交易持续的竞争，芝加哥商品交易所（CBOT）会员席位的价格下降到 20 年以来的低点。在 2000 年 8 月芝加哥期货交易所宣布除了交易所中的公开竞价系统，它还会开展电子交易。美国商品期货交易委员会（Commodity Futures Trading Commission，CFTC）新的监管规则取消了在许多领域仅向成熟交易者开放的限制。

由多伦多证券交易所、蒙特利尔证券交易所、温哥华证券交易所、阿尔伯塔证券交易所和加拿大交易商网络（Canadian Dealer Network）组成的加拿大证券交易所体系重组为一个新的交易系统。多伦多证券交易所成为证券交易的中心，蒙特利尔证券交易所主要从事衍生品业务。温哥华证券交易所、阿尔伯塔证券交易所和加拿大交易商网络组成了一个泛加拿大交易所（Pan - Canadian Exchange）。

1999 年 2 月，芝加哥交易所的一个会员资格卖价 135 000 美元。在此之前的最高价出现在 1929 年的 8 月，当时的价格为 11 万美元。从 1929 年至 1999 年，芝加哥交易所曾经更名中西部证券交易所，后来又恢复了芝加哥交易所的名称。芝加哥交易所能够取得成功的原因是它利用互联网交易在纽约证券交易所、美国证券交易所和纳斯达克上市的股票，芝加哥交易所吸引了大量线上券商的业务。1999 年 8 月，芝加哥交易所宣布计划为几支在纽约证券交易所和纳斯达克上市的股票提供两小时的晚间交易。当时，芝加哥交易所的日交易量达到了 5 000 万股。纳斯达克随后也宣布延长其交易时间以便晚间交易。

在 1999 年纳斯达克遇到了所谓的“锁定市场”的麻烦：差价交易的下单被反置、被错放或者存在错误。人们担心由于交易量太大，数据处理过程中的问题会增多从而影响到证券交易系统的处理能力。更大的担忧则是电子通

信网络(ECN)捕获了纳斯达克三分之一股票交易量的信息。20世纪末,拍卖作为一种定价机制重新被启用。最初,拍卖被用于在互联网上出售各种商品,又随着电子交易系统的发展被重新引入金融市场。W. R. 汉布雷得勒在1999年通过拍卖出售首次公开发行的股票。投资者提交匿名报价,然后价格按照"荷兰式拍卖"的规则设置为能将所有股票售出的最高价格。然后,将股票分配给报价等于或者高于拍卖价的投资人。1999年出现了市政债券的网上拍卖。证券在线拍卖引发了一些有趣的问题。联邦货币监理署试图确定宾夕法尼亚州的法律是否要求开展拍卖的银行首先取得相应的许可然后才能在互联网上从事存单的拍卖业务。房地美在世界范围内利用互联网发行总额高达60亿美元的债券。在2001年3月,房地美宣布将发行价值100亿美元的票据,这是历史上规模最大的一笔票据发行案例。1999年11月,匹兹堡在互联网上直接向投资者出售了价值5 700万美元的债券。2000年1月,福特信贷在互联网上发行了公司债券,开创了美国企业通过互联网发行债券的先河。

1999年,熊/猎人专家公司在纽约证券交易所做市近150家公司,但是专家公司受到了打击。纽约证券交易所再一次发现自己落后于市场变化的大潮。纽约证券交易所采用的专家做市和场内经纪人主导的交易模式与纳斯达克采用的电子系统脱节了。纽约证券交易所是世界上为数不多的一个仍然采用场内交易员进行交易的大型股票市场。纽约证券交易所宣布它正准备耗资10亿美元修建一个新的交易大厅,但是还需要更多的投资更新设备。1999年,全球范围内大约有120个股票市场。交易所之间的竞争正在影响着交易所会员资格的价格。1998年2月,NYSE的会员席位价值200万美元。到1999年1月,价格下降到120万美元。尽管面临电子交易系统的竞争,NYSE的专家公司仍然享受着创纪录的利润。2000年,专家公司Spear、Leeds & Kellogg的每位合伙人能获得1 600万美元的利润。SEC的一个研究表明纳斯达克做市商系统下的投资者成交价格高于NYSE专家做市下的投资者成交价格。纳斯达克小型订单的买卖价差平均高出5~11美分。

纽约证券交易所在向新电子交易环境转变的道路上遇到了困难,被夹在场内会员和美林证券、摩根士丹利添惠、高盛等大型券商之间。大型券商希

望增加电子交易系统的使用，但是场内经纪人和专家公司认为电子交易系统会威胁到自己的地位。1999 年 2 月，纽约证券交易所测试了一个新的交易方法，通过这个新方法可以买卖在纳斯达克上市的股票。这些股票在 1999 年初价格波动最大、交易量巨大并且在 1998 年经历了快速增长。纽约证券交易所面临来自 SEC 的新压力，SEC 要求纽约证券交易所废除 390 号法规当中禁止会员在场外交易某些特定股票的规定。最终，在 1999 年 12 月 2 日，纽约证券交易所董事会取消了这条交易限制规定。

金融信息

1999 年 3 月，金融数据业估值为 70 亿美元。当时路透社在世界各地的交易商的办公室内设有 44.5 万个屏幕，桥梁信息系统（Bridge Information Systems）设有 30 万个屏幕，彭博也有 11.1 万个屏幕。桥梁信息系统从道琼斯（Dow Jones）公司购买 Telerate 终端系统之后加以改进开始提供 Telerate Plus。桥梁信息系统后来遇到了经营困难陷入破产。1999 年 5 月，道琼斯和路透社宣布计划为它们的交互商业服务和数据库系统建立一家合资企业，这将成为该类信息的第三大提供者。前两个是 LexisNexis 和英国 Dialog Corporation。1999 年 12 月，因为收益下滑而陷入困境的邓白氏集团（Dun&Bradstreet）宣布把穆迪剥离出去。

在 20 世纪末期，《华尔街日报》是美国发行量第二大的报纸。100 多个新的商业和金融杂志在 1999 年出版，这个数字是十年前的三倍。财经有线电视网 CNBC 有 700 万的家庭观众和大量其他受众。财经信息公司遇到了来自互联网的竞争，大约有 7 500 个网站专门提供有关投资的信息。在 1999 年的夏天在线承销业务仍处于发展阶段，但个人交易者在证券市场当中的作用越来越大，有一部分原因要归功于互联网上“电子交易者”的交易。1996 年至 1999 年在线交易公司的数量从零增加到 200 个。网上交易并不总是顺利的。1999 年 1 月，有多起关于在交易执行过程中出现问题的报告，系统故障也浪费了投资者的资金。“e - trader”公司就是遇到互联网交易中断的公司之一。1999 年 2 月，嘉信公司的电脑系统出现故障，客户的互联网交易被迫暂停。

日间交易者

被称为“SOES（交易系统）强盗”的小额价差投资者已经变成了所谓的“日间交易者”。日间交易者使用电子交易系统以更低的佣金迅速下单进行交易。日间交易者对电子商务股和其他类型的科技股特别感兴趣。到了1998年，数以千计的日间交易者使用低佣金券商提供的电子交易系统。日间交易者的交易活动扩大了市场的波动幅度，并且引发了一系列监管问题，其中包括过度使用保证金的问题。日间交易者会从朋友和券商那里借入资金来支撑自己的交易，但是有时会出现大的损失。有些日间交易者明显违规进行了卖空操作，这是为SEC所禁止的行为。这包括违反限制卖空行为的价格测试（tick test）约束，以及日交易者裸卖空自己没有的或不正当渠道借入的股票。在互联网上遍布着关于e－trader公司的各种谣言。互联网正在成为传播股票小道消息的大本营和传递合法股票市场评论的便捷工具。

各州的监管机构很快就将日间交易定性为类似于赌博的行为。它们发现在1999年8月有60多家公司的4 000～5 000名投资者参与其中。客户流动率很快，70%的日间交易者是亏损的，只有3个账户被发现是持续赚钱的。另一个调查发现超过90%的日间交易者赔钱了。2000年2月参议院的调查显示一名普通的日交易者必须赚取464美元的日交易利润或11 360美元的年交易利润才能在扣除佣金成本以后维持收支平衡。六个月后的另一个参议院报告给出了类似的结论。

美国证券监督管理局局长劳拉·翁格（Laura Unger）于1999年11月发布了一个关于在线交易的报告。她在报告中质疑了SEC的适用性要求将怎样适用于此类交易。她指出券商不允许为客户推荐不合适的交易，但是很难界定在线交易中投资建议的界限。例如，一些公司运用“推广”和“订制”的技术进行网站内容的个性化推荐。如果使用“订制”技术，客户提出自己的偏好，然后券商根据这些偏好发送特定的信息。通过“推广”技术，券商基于客户的在线行为或历史交易记录建立一个用户档案。劳拉·翁格还对券商并不总能保证他们为客户提供最好的交易执行提出了自己的担忧。她认为券

商会综合考虑速度和价格因素来确定是否应该提供最好的交易执行。

悲剧还是发生了，44 岁的日间交易员马克·奥巴顿（也被称为“火箭”）在杀了 12 个人以后自杀了。在过去几个月的日间交易操作中他损失了 14.5 万美元。暴力事件还在继续，1999 年 10 月两名在线股票发行人在新泽西遇害，其中一人是政府的线人。检察官推测他们可能是蓄意犯罪的受害者。还有一名日间交易者试图把妻子扔下阳台、勒死她，从而骗取 50 万美元的保险补偿金用来弥补他的交易损失。

日间交易公司向投资者提供交易软件，从而能获得比在线经纪人更快的交易速度。在 20 世纪的末期，低佣金券商也拓展了它们的业务范围，以便从事一些日间交易业务。由于投资者表现出对在互联网上进行网络公司股票交易的巨大兴趣，1999 年 4 月嘉信（Charles Schwab）的股票在 5 天之内上涨了 40%。Ameritrade 的股票价格在那五天之内也翻了一番。随后，嘉信宣布出资 4.88 亿美元收购位于得克萨斯州奥斯汀市的日间交易公司 CyberCorp。

老牌公司再也不能无视这些后起之秀了。高盛于 1999 年 3 月宣布计划收购互联网券商 Wit Capital Group 22% 的股权。几个月之后，高盛又以 5.31 亿美元收购了电子交易公司赫尔集团有限公司。多伦多道明银行要出售其全球低佣金券商 Waterhouse Investor Services, Inc. 的部分股权。Donaldson, Lufkin & Jenrette 公司出售了互联网交易部门 DLJ Direct 的一批定向股（Tracking Stock）。股票持有人享有获得该子公司盈利的权利。金融公司试图在共同基金的销售业务中寻求与电子商务公司的合作。ING 集团的共同基金部门试图与书商在内的网络零售商建立联盟，从而利用他们的网站销售共同基金。

电子交易系统

金融服务正在成为一种商品。以视频游戏、随身听和收音机而闻名的索尼公司计划与线上券商建立合资企业。索尼还计划开展网上银行业务，并且吸引了摩根大通的加盟。丰田汽车公司计划提供在线证券经纪业务。丰田通过设立新的子公司来销售金融产品，包括共同基金、保险和信用卡。该公司计划发售意外险和人寿保险，提供汽车和消费贷款，并提供线上资产管理

服务。

最大的电子交易系统 Instinet Corp. 每天处理 1.7 亿股股票交易。这其中有 2 000 万股的交易是在传统交易时段之后完成的。为了增加交易量，Instinet 与线上低佣金券商 E * Trade 等线上券商合作。1999 年 8 月，美林、Instinet、高盛、萨洛蒙·史密斯·巴尼、摩根士丹利添惠和伯纳德·马多夫投资证券成立了 Primex Trading N. A.，这是一个囊括了纽约证券交易所、美国证券交易所和纳斯达克上市的股票的电子交易系统。Primex 计划于 2000 年投入运营，并将在拍卖市场使用精确到小数点后的精确价格。这个系统会向经纪商、机构投资者、做市商和交易专业人士开放。利用 Primex 能以比其他市场标价更有利的价格购买证券。

1999 年 6 月，摩根大通宣布投资于一个电子交易网。嘉信、富达投资、DLJ Direct 和 Spear, Leeds & Kellogg 宣布计划为在纳斯达克交易的股票开发一个电子交易网络。嘉信和花旗集团与互联网提供商美国在线（AOL）建立联盟意图为客户提供更便捷的金融服务。1999 年 8 月，纽约的一个电子交易系统 MarketXT, Inc. 计划推出晚间交易时段，将为在纽约证券交易所和纳斯达克上市的前 200 大股票提供交易。英国运营商 Tradepoint 被获准在美国从事电子交易。SEC 规定在美国通过 Tradepoint 完成的交易量不能超过伦敦证券交易所交易量的 10%。

在 1999 年夏季运营的电子交易网络包括 Archipelago、Wit Capital、OptiMark 和 Easdaq。SEC 变更了监管规定，允许这些交易系统成为证券交易所。Island ECN 公司试图在这项新的监管规定下成为一个交易所。它允许交易者为每股交易支付四分之一美分的费用。这家公司大约有 19 名员工，日交易量 9 500 万股，约占 1999 年 2 月纳斯达克股票日交易量的 10%。它能自动匹配客户买入和卖出股票的订单。Island ECN 后来开始交易在纽约证券交易所上市的股票。摩根士丹利添惠（Morgan Stanley Dean Witter）为投资者创建了一个可以在全球范围内访问的销售高收益债券的网络。桥梁交易商允许机构投资者在互联网上提交订单，订单可以通过其交易网络传递给经纪商们。这个信息系统还提供报价、自选股列表和订单的市场数据。

1999年，SEC主席恐慌地宣布：将集中监管电子交易平台，各平台的订单要向所有人公布。SEC担心市场的分割可能导致市场无效，投资者无法获得最优价格。SEC自20世纪70年代以来就一直在寻求这样一个集中化的市场。集中市场体系的批评者们指出对市场分割的担忧恰恰表明政府不相信市场竞争是确保市场有效性的最佳方法。毕竟，市场分割现象预示着新竞争中心的诞生。但是SEC主席对现有市场结构的担忧是有根据的。电子交易网络的发展已经导致纽约证券交易所和纳斯达克市场份额的下降。为了应对这一威胁，纳斯达克开发了自己的电子交易系统。这项计划要通过由包括道琼斯公司在内的几家华尔街公司共同拥有的OptiMark Technologies公司来实现。OptiMark有一台能够自动匹配订单的超级计算机。纳斯达克还在考虑是否应该开发一个互联网交易系统，并与电子交易系统运营商极讯公司（Instinet）讨论集中纳斯达克股票交易的问题。纳斯达克在1999年12月宣布与Primex Trading签署了一项协议，将采用电子拍卖市场体系来交易自己和其他证券交易所的股票。纳斯达克计划扩充其电子系统，从而能够显示来自电子交易网络的报价，以便投资者获取更多的价格信息。

电子交易和互联网交易引发了证券交易所的动荡。纽约证券交易所是考虑成为上市公司的交易所之一。上市之后交易所可以筹集资金，并且能够以更好的公司结构来面对市场竞争。芝加哥贸易委员会和伦敦证券交易所等其他交易所也宣布了类似的计划。NASD宣布计划通过私募卖出其在纳斯达克的股权，预计将筹集到10亿美元的资金。这种重组旨在使纳斯达克市场变得更具竞争力，并且为资本提供更广阔的市场。纳斯达克越来越重视对自身的推销，它花费2 500万美元在时代广场架设了一个14 000平方英尺的标志进行宣传推广。纳斯达克还计划将业务扩张到欧洲和日本。为了消除这一威胁，欧洲交易所努力创建了一个彼此连通的电子交易平台。

网上银行业务

到20世纪末，约有600万名客户在线办理银行业务，如果考虑到510万名进行网上股票交易者的数量，网上银行的客户数量还相对较少。大约有

10%的消费者开始使用网上银行。富国银行是最大的网络银行之一。美洲银行也是网络银行业务领域的另一个翘楚。花旗集团则在建立网上业务的过程中困难重重。线上券商也在向银行业务渗透。嘉信在1998年7月宣布它计划开设网上银行，其中包括可以用来支付账单的在线支票账户。它在2000年1月以29亿美元收购了美国信托。美国信托是一家建立于1853年的老牌资产管理公司，专门为富裕客户提供资产管理服务。嘉信试图通过自己的银行业务拓宽美国信托原有的客户群。E * Trade集团提供了在线贷款申请业务和遍布8 800个地点的自动柜员机（ATM）。其他线上券商也提供了保险和在线贷款业务。"这是商业银行当前面临的最大的威胁。[①]" E * Trade集团于1999年12月宣布出资18亿美元收购美国领先的网上储蓄贷款公司Telebank Financial Corp.。E * Trade开始通过Telebank提供支付利息的支票和储蓄账户。美国运通宣布其网上银行即将提供额外的产品，包括具有联邦保险的支票账户和货币市场账户。在线服务使得消费者和小企业能通过互联网获得贷款。消费者无须前往银行网点就可以从银行获得对自己的住房按揭贷款的报价，并就相关条件完成与银行的谈判。1999年10月，LoanWise五分钟之内就可以成功发放在线商业贷款。

1998年10月，英国人寿保险公司保诚开始直接从事银行业务。保诚公司的互联网银行Egg在2000年2月价值40亿美元，虽然预计Egg将面临2.5亿英镑的亏损。保诚PLC后来宣布与美国将军公司（American General）合并。新合并的金融服务公司资产共计3 600亿美元，客户量达2 200万名。

几家公司通过互联网在线提供住房按揭贷款。1999年6月网上抵押贷款公司E－Loan公开发行股票。银行对这些威胁作出了友善的回应。北卡罗来纳州美联银行于1997年宣布其客户可以利用银行的互联网购买股票、查看支票账户余额，以及获取股票报价。后来，美林也扩大了其在线住房按揭贷款业务，开始向其经纪客户提供拥有联邦保险的储蓄账户。美林和国际银行集团汇丰银行合作为它们的富裕客户创建了在线银行，这些客户能通过访问许

① Rebecca Buckman, "Internet Brokerage Firms Break Into Banking," *Wall Street Journal*, July 2, 1998, p. C1.

多投资中心在线管理它们的投资。后来美林从这个合资企业当中退出了。

共同基金

持续上涨的股市源源不断地吸引着共同基金投资者。1972 年共同基金净资产总值仅有约 600 亿美元，到 1999 年净资产则增加到 5.7 万亿美元。由 John C. Bogle 在 1974 年组建的先锋集团（Vanguard Group）是仅次于富达投资的第二大共同基金公司。在 20 世纪末期，先锋 500 指数基金与富达麦哲伦基金竞争世界上最大共同基金的头衔。指数共同基金被认为是由 Bogle 首创。1999 年，先锋公司管理着投资者 5 000 亿美元的资金。麦哲伦基金比 1984 年所有股票共同基金的总和还要大，比 1979 年整个行业的规模还要大。潘恩·韦伯在 1999 年 12 月宣布了一项价值 21 亿美元的“战略基金”，该基金将追求长期的资本增值。富达投资作为 1999 年底最大的共同基金公司和第三大线上券商，允许客户在正常市场交易时间后继续进行交易。富达投资还向客户提供了其他金融服务，包括美国运通金卡和威士借记卡。富达投资在线经纪业务和共同基金业务的主要竞争对手之一是嘉信。

第 5 节 进入新千年

市场泡沫

1999 年 1 月 6 日，道琼斯指数达到 9 500 点的新高。1999 年 3 月 29 日，道琼斯指数收盘价超过 1 万点，而在几天前日内则已经突破过 1 万点大关。道琼斯指数继续上涨并在 1999 年 5 月 3 日突破了 11 000 点。

这个里程碑是美国历史上最长牛市的一部分。在 1982 年 8 月至 1999 年 3 月之间道琼斯指数上涨了 1 095%。道琼斯指数曾花费 66 年的时间才从 100 点增加到 1 000 点，但是道琼斯指数从 1 000 点上升到 10 000 点只用了 15 年的时间。道琼斯指数还在继续创造着纪录。1999 年 7 月 16 日达到 11 209.84 点，同年 8 月 23 日又上升到 11 299.76 点。历史学家对市场的疯涨表示担忧，他

们担心“在20世纪的最后十年中市场里追涨的紧迫感正在使一种超常因素——贪婪,以及不平衡的货币价值,主导着市场”①。1998年4月,英国出版的杂志《经济学人》曾经指出美国股市已经进入“泡沫”期。美国股市和美国经济对此批评不屑一顾并继续增长着。《经济学人》继续发出对美国经济的警告,甚至在1999年9月出版了一个关于美国经济泡沫危机的封面故事。

事实上,电子商务股确实出现了投机热潮,互联网股票的波动性增大引起了股市的担忧。这些股票的价格由于对其价值的高估而大涨大跌快速波动。券商们曾一度被迫提高其保证金的要求比例,以遏制对互联网股票的投机行为。这其中很多股票是由未经市场检验的初创小型公司在纳斯达克市场发行的。但由于投资者对这些股票的投资热情高涨,在1999年1月纳斯达克的总市值第一次超越纽约证券交易所。为了适应新商业的发展形势,1999年道琼斯指数调整了股票的构成。道琼斯指数新引入微软、英特尔、SBC和家得宝(Home Depot),并且剔除了雪佛龙、固特异、西尔斯和联盟硬质合金。

美联储试图通过加息来阻止股票市场的过度上涨,分别在1999年6月30日和1999年8月25日两次提高利率。8月的利率水平达到了5.25%。这两次加息是在过去两年内首次提高利率。加息有两个效果,股价上涨势头放缓和债券市场开始下跌。垃圾债券和杠杆贷款受到最严重的冲击。1997年和1998年承销的垃圾债券的数量创下新的纪录,但承销量在美联储提高利率后开始下降。加息之后,道琼斯指数仍然继续上涨,在8月23日创下了11 326.04点的新纪录。截至1999年10月4日,纳斯达克综合指数在这一年当中上涨了27.5%,但是这个涨幅与9月超过30%的增幅纪录相比已经小幅下降了。1999年10月14日,格林斯潘主席警告投资者们应该密切观察股市,谨慎地确定他们是否低估了自己参与证券投资的风险。他的这个警告引发了投资者的不满,投资者认为格林斯潘是想断送他们大好的投资形势。有人担心格林斯潘的行为有可能导致70年前的悲剧重演,当时美联储的政策引发了市场恐慌,甚至有可能是1929年股票市场崩盘的诱因。

① Martin Gilbert, ed., *A History of the Twentieth Century: 1952 - 1999*, p. 766.

1999年10月，股市似乎面临着又一个10月的下跌行情。有人担心熊市将要到来。道琼斯指数在10 000点附近徘徊。1999年10月11日的这个星期中道琼斯指数下跌了630.05点，这是道琼斯指数历史上最大的单周跌幅。1999年10月18日，道琼斯指数比8月23日的高点下跌了11.53%。但是在接下来的一周内道琼斯指数又上涨了450.54点。1999年10月29日，股市终于在华尔街大崩盘70年之后迎来又一波大规模上涨的行情。纽约证券交易所有超过10亿股成交量。道琼斯指数收盘为10 729.86点。

美联储在1999年11月中旬再次加息。这是五个月内的第三次加息。但这并没有立刻影响市场。道琼斯指数继续上涨，在1999年11月18日又一次突破11 000点。1999年12月28日，道琼斯指数创下11 476.71点的新纪录。就连俄罗斯的证券市场在1999年12月也开始复苏。标准普尔500指数创下历史新高。电子商务和其他类型的技术股成为市场炒作的焦点。纳斯达克综合指数在1999年10月升至2 915.95点。这是一个新的纪录，而它仍在继续攀升。在1999年11月3日纳斯达克综合指数首次突破3 000点，该指数创立于1971年2月，跟踪在纳斯达克交易的小股票。它花了十二年的时间从最初的100点翻了三番达到300点。纳斯达克综合指数包括微软等高科技公司，1999年实现有史以来最大的涨幅，上涨了85.6%，以4 069.31点的纪录高点实现在20世纪完美的谢幕。道琼斯指数也以创纪录的11 497.12点完成世纪性收盘，在20世纪当中实现了26 130%的增长。

1999年在美国交易的股票期权数量差不多有5.08亿种。日交易量超过200万份，比1997年141万的日交易量上涨了约60万份。1999年12月，股权共同基金的净资金流入接近历史高点。投资者向股票型基金注资超过300亿美元。其他的纪录也在不断刷新。20世纪90年代证券业所募集的资金金额已经超过美国历史上募集资金的总额。1999年纽约证券交易所的日平均股票交易量为8.01亿股。纳斯达克每日交易量为10.4亿股。1999年纽约证券交易所和纳斯达克日交易量总和比1998年增长了25%，是1990年的6倍。1999年12月17日，纽约证券交易所交易量创历史新高，达到13.5亿股。在1999年，纽约证券交易所总共有18个交易日的日交易量突破10亿股。

1999 年则成为债券市场自 1973 年以来第二差的年份，但是市场跌幅比 1994 年市场大幅下跌时的幅度要小。在 1999 年，公司和政府债务的违约案例也创下历史纪录。银行越来越依赖其证券业务盈利。花旗集团 1999 年第四季度盈利 26 亿美元，比 1998 年增长 287%。银行倒闭事件在 1999 年底有所上升。银行业的损失预计将成为自 20 世纪 90 年代初期银行业危机以来的最高水平。西弗吉尼亚州基石市的第一国民银行在 1999 年 9 月破产，预计将导致联邦保险基金高达 7.5 亿美元的损失。这成为自大萧条以来十大银行倒闭案之一。该银行的两名职员被指控将三大卡车的银行记录埋在农场里。

《格拉斯—斯蒂格尔法案》被废除

1999 年 10 月，国会终于达成一致决定废除《格拉斯—斯蒂格尔法案》。预计法案的废除将会导致金融业的进一步整合①，银行也将收购更多的保险公司。即使在法案被废除之前，北卡罗来纳州的中央银行就收购了位于北卡罗来纳州三角研究园（Research Triangle Park）的大型独立保险机构摩尔与约翰逊公司。废除《格拉斯—斯蒂格尔法案》的新法律条文对普通工商业公司寻求通过购买或注册储蓄银行牌照进入银行业的行为作出了限制。这项法规就是为了阻止沃尔玛购买或注册储蓄银行业务牌照，或者在沃尔玛自己的商店中经营沃尔玛品牌的银行业务。国会阻止沃尔玛这个资本非常充足的公司从事银行业务的决定与经济学因素完全无关，而是游说的结果。有关《格拉斯—斯蒂格尔法案》存续或废除的争夺战耗费了大量的财力。据估计金融行业的游说者们以及受到影响的公司在 1997 年和 1998 年大概花费了 3 亿美元来游说政府。

诈骗和金融

由于全国互助保险公司（National Mutual Insurance Company）拒绝为贫困社区提供房屋保险的歧视性行为，弗吉尼亚州最高法院开出了 1.005 亿美元的罚单。但法院发现那个案子的原告没有身份提起诉讼。开立空白支票的不

---

① "What's News," *Wall Street Journal*, October 25, 1999, p. A1.

法行为在1999年也死灰复燃。在1999年，最大的投资诈骗案包括互联网欺诈、致富投资研讨会、亲密团体诈骗（宗教团体或其他团体会成为投机骗局、暴力销售和电话诈骗的目标）、涉及承诺收益的票据和电影或其他娱乐业的骗局、庞氏骗局和非法专营权等。1999年9月，住宅建筑商 Kaufman & Broad Home Corporation 由于未经授权的住房按揭贷款交易损失1 810万美元。1999年12月，平原全美管线公司（Plains All American Pipeline）在未经授权的油价赌博交易中输掉1.6亿美元。纽约人寿的债券交易员 Anthony Shen 因涉嫌以非市场价格交易债券、收取经纪公司回扣而被解职。

拥有坐落于比佛利山庄的 Capital Insight 公司的 Jay Goldinger 在1995年和1996年因为不正当交易而损失1亿美元，参与此事的一位交易员也因此被芝加哥商品交易所（CBOT）罚款100万美元。弗兰德里克·布兰多从哥伦比亚被引渡到美国。他在美国被起诉通过贴现购买人寿保险的骗局诈骗了投资者1.15亿美元，投资者们通过从晚期病人那里购买人寿保险来获益，售价通常约为保险价值的65%。艾滋病患者往往成为这个计划的目标。布兰多收取了投资者的钱，但没有用来购买人寿保险。相反，他把钱花在了汽车、喷气式飞机、直升机和豪宅上。在另一个丑闻中几家保险公司被曝光仍然对一些黑人收取比白人客户要高的保费。在20世纪60年代，黑人要支付比白人高25%的保费，但是自从公民权利抗议者发现这种歧视行为后，新的保险合同中废除了对黑人的歧视性收费。然而，仍有一些保险公司未能降低黑人客户的保费价格，歧视性收费一直延续到2000年。佛罗里达州的监管机构对那些公司展开调查，试图进行全面整治。

20世纪80年代新时代慈善基金会欺诈了富人，其受害者包括劳伦斯·洛克菲勒和前财政部长威廉·西蒙。新时代慈善基金会声称可以将富豪捐赠的慈善基金翻一番。日本大型贷款公司 Nichiei 的前雇员因为要求客户出售眼球或肾脏以偿还贷款而被判处有期徒刑（缓刑）。SEC 控告 InverWorld 在墨西哥诈骗客户4.75亿美元。帕特里克·贝内特因涉嫌美国历史上最大的庞氏骗局，在1999年被定罪。他通过虚构的办公设备租赁业务发行证券融资诈骗了投资者7亿美元。另一种流行的欺诈手段是公司发行承诺收益期票，然后席

卷客户的钱潜逃，其中许多都是庞氏骗局。有35个州的证券管理官员都收到过针对这种诈骗活动的投诉。北卡罗来纳州官员宣布逮捕了在全美范围内流窜的不法团体的成员，该团伙涉嫌大规模伪造工资支票等欺诈行为。1999年2月揭露了一个发售早在1876年就破产的铁路公司的债券的骗局。骗子声称这些债券没有被赎回还是有价值的。监管机构估计投资者在这个债券骗局中累计损失约1 200万美元。

Cendant公司的欺诈事件涉及公司虚增盈利5亿多美元。这个欺诈事件给投资者带来190亿美元的损失，据说这是迄今为止最大的会计欺诈案，也为其审计公司安永会计师事务所造成了一些尴尬。1996年6月，85名股票经纪人被指控操纵证券价格。在其中一起案件中，据说投资者被骗了1亿多美元。1999年8月，SEC向遍布全美国的微型诈骗案的82名被告提起诉讼，被起诉的人包括为这些诈骗案提供协助的律师和会计师。佛罗里达州那不勒斯市A. S. 高盛公司的主席因诈骗投资者超过1亿美元而被起诉。杜克公司是另一家因诈骗而倒闭的经纪公司，公司主席Victor Wang和17名员工被起诉。

操纵健康科技国际有限公司（HealthTech International, Inc.）股价的行为是有组织的犯罪。这个案件中涉及纽约热那亚犯罪家族的一个分支头目和博南诺犯罪家族的一个成员。甘比诺犯罪家族起诉他们的投资顾问涉嫌欺诈。顾问穆罕默德·阿里汗从他的客户那里诈骗了数百万美元，他的客户包括犯罪团伙的成员。2000年6月，DMN资本投资和120名个人因为联邦敲诈勒索案被起诉，他们涉嫌操纵股票、诈骗成千上万的投资者。检察官指控该公司被5个有组织的犯罪团伙控制了，他们使用暴力和威胁手段进行欺诈活动。在另一起案件中，一名华特迪士尼米老鼠俱乐部的前成员被定罪为证券舞弊。滑鼠一族（mouseketeer）Darlene Gillespie曾经参与到无本获利的骗局中，她在没有资金的情况下购买股票。在这样的骗局中，如果股票价格上升投资者可以获得收益。滑鼠一族使用空头支票来购买股票。

贝尔斯登公司同意向SEC和州政府支付3 850万美元，缘由于贝尔斯登为中介经纪人A. R. Baron公司提供的清算服务。SEC指控贝尔斯登在明明知

道这个中介经纪人从事未经许可的交易还为这种不法行为提供便利，并从未经授权的客户账户中扣除资金。Benihana 日本牛排房（Benihana Japanese Steak House）的前董事长因参与光谱信息技术（Spectrum Information Technologies, Inc.）股票的内幕交易而获罪，他从中非法获利 346 000 美元。1999 年 9 月 SEC 就建立了 30 个涉及会计欺诈的案卷。另一宗案件中还涉及全国橄榄球大联盟的前四分卫弗兰·塔肯顿（Fran Tarkenton）。

1999 年 10 月，联邦检察官指控一名股票发起人涉嫌从事 3 亿美元的庞氏骗局计划。1998 年 12 月 17 日 20 个（不法证券经纪人的）电话交易所（boiler room）被突击搜查。政府宣布在过去两年半的时间里州和联邦当局已经起诉了超过 1 000 名涉嫌欺诈的电话销售商。高压证券销售大量出现，甚至还催生了一部名为《电话交易所》的好莱坞电影，其中的故事就源于这些公司。监管机构声称在 20 世纪末小型欺诈每年达 20 亿美元。在 1999 年 2 月，SEC 指控 13 家公司和个人在互联网推销股票过程中存在欺诈。1999 年 6 月，SEC 又对其他 26 家公司和个人提出涉嫌互联网诈骗的指控。其中一起案例中，一家公司的雇员被指控伪造收购新闻、利用互联网传播谣言。在 2000 年 8 月 26 日，光纤制造商 Emulex 的股票价格在十五分钟内从 103 美元下降到 45 美元，原因是一则有关该公司要更正其利润以及牵头执行官已辞职的虚假新闻报道。还有一些案件涉及“优质银行”，这些银行据称参与了美国政府不知情的金融工具的交易。

SEC 安排 200 名律师和分析师成立了专门的“网络队伍”，来监督在互联网上的证券活动。在那之前，SEC 已经提交了 80 份涉及互联网诈骗的案件。SEC 对线上券商那些宣称可以轻易赚取利润、快速致富的广告宣传表示担忧。它们决定对从事网络交易的公司施加更多的限制，要求它们确保提供适当性交易来匹配它们的客户。SEC 还因为无法控制互联网欺诈的蔓延而广受批评。SEC 对在线欺诈的搜索方法被认为相当原始，与时代脱节。SEC 没有资金采用更成熟的搜索机制。另外有人提出 SEC 通过监视网站和聊天室的活动来发掘证券诈骗是对个人隐私的侵犯。即使在这些干预手段之下互联网上的犯罪行为仍然不断增加。网络犯罪额预计在 1999 年达到 2.66 亿美元。

欺诈案件还在继续。2000 年 3 月，SEC 采取强制行动来打击乔治城的法学专业的一些学生和其中一人的母亲制造的互联网交易骗局。那些学生们买入便宜的股票，然后通过在互联网上散布谣言来为这些股票制造声势，推动股价上涨后他们再卖出。那些学生还创建了一个名为 FastTrades. com 的网站，专门分享股票投资建议，这个网站拥有超过 9 000 名的在线用户。这些学生从 4 只股票的交易中获利近 35 万美元。2001 年 3 月，SEC 提交了一组被称为“时髦骗局”的互联网欺诈案卷。在其中一个案例中，一名曾经做屋顶安装工的工人谎称自己是一名成功的股票顾问。2000 年 2 月，有两人因为利用数千个电子邮件来推销低价股而被起诉。这些股票本来没有任何价值，但是被告通过夸大事实拉高股票价值而获利。2000 年 9 月，一名 15 岁的新泽西男孩被 SEC 指控在互联网上通过另一种“拉高出货”（pump and dump）的策略操纵股票价格。这个男孩承认从中获利 28. 5 万美元。一家地方法院驳回了 SEC 试图阻止“虚拟证券交易所”销售根本不存在的公司的“虚拟”股票的行动，其中一些股票被宣称可以提供大额回报。法院认为这是一种博弈游戏，并非 SEC 应该监管的证券活动。该地方法院的这一判决在上诉后被撤销。

SEC 官员表示：“互联网正在迅速成为新世纪的诈骗空间。①”有 28 个国家参与到在全球范围内追踪利用互联网从事诈骗活动的不法分子的行动中。参与的政府机构包括英国公平交易办公室、韩国公平交易委员会和美国联邦贸易委员会。另一起州和联邦当局组织的反诈骗扫荡是针对以老年投资者为目标的期票骗局。可提前赎回的存单（CDs）是另一个诈骗案多发的领域。这些存单往往是长期（15 年）存单，支付比短期存单更高的利息，并且可以提前赎回。一些不成熟的投资者错误地认为存单的可赎回性质允许持有人随时赎回存单并且不需要付出任何代价。爱德华·琼斯有限公司就因为出售 30 亿美元的可赎回存单被纽约证券交易所（NYSE）处罚，NYSE 认为该公司没有妥善监督可赎回存单的销售，去确保适合购买者的投资目标。

---

① Alex Berenson, “2 Accused of Using E – Mail to Commit Stock Fraud,” *New York Times*, February 25, 2000, p. C2.

金融业的发展

2000 年 3 月，德意志银行和德累斯顿银行宣布合并。如果合并完成，新公司将拥有超过 1.2 万亿美元的资产，但是由于在投资银行部门的出售问题上存在争议，合并中止了。2000 年 4 月，汇丰银行与法国商业银行合并。按照资本市值计算，汇丰成为当时世界第二大银行。花旗集团资本市值规模最大。国家商业银行和 CCB 金融集团合并，交易价值 19.5 亿美元。2000 年 4 月，富国银行 32 亿美元收购了第一证券（First Security）。保险业也在扩大自己的金融服务产品范围。大都会人寿计划开设一家提供全面服务的银行。30 家其他保险公司也收购了储蓄贷款机构，提供支票账户和其他传统的银行服务。

证券承销商以前需要争夺"承销簿记人"的角色，来牵头组织一笔承销业务。承销簿记人为机构投资者组织路演、确定发行价、为承销集团的其他成员分配股票。但到 2000 年，联合承销簿记人变得越来越普遍。从一些 20 世纪末的广告中就能发现美国金融业的进展程度。美洲银行在《华尔街日报》刊登了两个版面的广告，宣称自己及附属公司进行了金额达 1 万亿美元的债权和股权资本筹集活动以及咨询活动。美洲银行及其附属公司为高等级储备债券业务充当联合承销簿记人；在未来流动汇款证券化业务中充当咨询顾问和牵头管理者；是一笔高等级信贷便利的单一牵头放款人（lead arranger）；为以证券化为目标的租赁业务担任放款人、承销簿记人和管理人；在首次公开发行中担任联合管理人；在设备租赁融资中担任管理人和放款人；在一家公司金额 8.5 亿美元的高等级担保票据业务中担任牵头管理人和唯一的承销簿记人；为高等级票据的私募发行担任放款人；在许多合并和收购交易中担任顾问；在触发式可调整比率股票互换安排中担任主责任人；担任跨境租赁融资的主责任人和放款人；在马来西亚的项目融资中担任牵头放款人和承销簿记人；担任信用卡组合收购便利的组合设计人和放款人；为澳大利亚的短期和定期贷款业务担任联合牵头放款人；是高等级 144 - a 债券的唯一承销簿记人和联席牵头管理人；是高等级公开发行债券的联合管理人。

第一联合证券在1999年的房地产业务包括永久性融资的贷款人和发起人，高级无担保票据的联合管理人，优先股发行的联合管理人，有担保和无担保“循环发行”（Revolvers）债券的联合牵头管理人、监督代理人和放款人，为出售和回租业务进行银团融资租赁增强型融资和债务承销的监督代理人和放款人。2001年，第一联合证券与太阳信托银行之间为获得美联银行的控制权而展开争夺。与美联银行的合并将使第一联合重回大银行的行列。

投资银行家试图利用互联网为他们自己投资的公司进行IPO。计划在互联网上开展IPO的公司包括Durlacher公司、Witt Capital和NewMedia Spark。日本樱花银行计划与其他金融公司共建一个互联网门户，参与的金融公司包括野村证券、日本人寿保险集团，以及三井海洋和火险保险。这样一来这些公司将能够在互联网上向公众提供他们的金融产品。大通曼哈顿公司和德勤咨询公司于2000年2月成立了一家合资公司，可以让公司通过互联网购买商品和服务。当时，大通曼哈顿公司拥有价值89.5亿美元的互联网公司股票组合。普华永道开设了企业对企业交易的网站（B2B），安达信咨询公司成立了一个互联网企业的风险投资部门。然而，实体金融尚未死亡。美国商业银行公司通过提供如快餐式的便捷金融业务来吸引客户，并大获成功。

互联网上并非一切和谐。EuroMTS，欧洲最大的政府债券的电子交易系统声称银行正在通过输入虚假价格而使其运转变缓从而实现颠覆其系统的目的。2000年2月，黑客的攻击一度导致一些互联网站点瘫痪，受害者包括eBay和Yahoo！黑客后来又袭击了E * Trade Group，据说20%的客户受到了影响。有人通过雇用骗子下单来恶意抬高eBay上的拍卖价格。涉及由迈克尔·贝格（Michael Berger）经营的曼哈顿投资在内的对冲基金的一起诈骗案估计造成了3.50亿美元的损失。老虎基金，这家在20世纪末期遭受重大损失的对冲基金宣布正在关闭。82亿美元量子基金的管理层在遭受更多的损失后被乔治·索罗斯取代 。

房地美和房利美因为比其他贷款人享有特殊优势而在国会遭到批评。这两家机构在1999年为中等收入家庭提供了超过70%份额的固定利率抵押贷款。批评者声称贷款标准已经下降到一个危险的水平，甚至只要有3%首付就

可以获得抵押贷款。银行家们也抱怨房地美在互联网抵押贷款处理过程中不公平竞争的现象，房地美的互联网抵押贷款业务是由微软、大通曼哈顿、Norwest 抵押贷款和通用汽车公司控制的机构执行的。批评者们还声称房地美设法恐吓他们，以便让他们保持沉默。在“西雅图之战”之后，2000 年 4 月抗议者袭击了位于华盛顿特区的世界银行和国际货币基金组织。在瑞士达沃斯世界经济论坛和意大利热那亚的七国集团会议上爆发了更多的抗议活动。法国农民何塞·博夫（Jose Bove）因攻击麦当劳餐厅反对全球化而出名。然而，抗议者除了反对世界贸易之外还有什么诉求并不清晰。但全球化的进程仍然继续。美国国际集团（AIG）早在 1919 年在上海成立。而到 20 世纪末，它已经遍布 130 个国家，拥有近 2 600 亿美元的资产。

交易所和交易

在新千年，纽约证券交易所认命了第一位女性总裁凯瑟琳·金尼，但她不得不与一名男性同事分享这一职位。当天的交易量超过了 20 亿股。群岛公司（Archipelago）同意与美国交易量第四大的证券交易所太平洋交易所成立一个全面电子化的股票市场。新市场计划自动匹配买卖双方的交易下单。太平洋证券交易所宣布将关闭其在旧金山和洛杉矶的交易大厅，但期权交易大厅继续保留。内战时期的晚间交易市场以电子交易网络的形式回归。SEC 的工作人员研究发现在盘后交易时段中存在巨大的价格不公平。随着越来越多电子交易网络的建立，市场分割现象日益明显，国会对是否需要通过立法来保护投资者免受由市场分割带来的危害举办了听证会。SEC 也就市场结构问题和市场分割是否威胁到市场公平竞争的问题征询公众的意见。包括美林、高盛、摩根士丹利添惠和瑞士信贷第一波士顿在内的大型券商希望能建立一个集中化的系统，从而让投资者无论在哪个市场进行交易都可以利用中央限价订单簿记系统（central limit order book）获得最优的成交价格。

批评家们声称大公司只是想保留他们中间人的身份，同时至少将一部分交易单流内部化执行。另一个令人担忧的问题是交易所的做市商能在开盘前看到客户订单。它们可以利用这些信息来确定市场走向和强度。做市商的这

种信息优势使得它们能根据内部交易单流通过自营账户获利。美国证券交易商协会（NASD）也在调查“欺诈下单”的行为——这是一种先下订单然后在执行之前取消订单以便吸引市场兴趣的做法。互联网的发展正在进一步融合金融服务和电子商务。摩根大通于 2000 年 3 月宣布将创建一个年度预算为 10 亿美元的互联网业务部门。摩根大通开始以折扣佣金的方式向客户提供网上交易服务。一个名为 myCFO 的新公司正试图开发一个在线程序，将会计、税收、投资、保险，以及富裕人士的信托和房产等金融服务全面整合。大型证券公司联合在一起组成电子商务公司，计划将它们的债券研究和报价网站联通在一起，参与者包括高盛、摩根士丹利添惠和所罗门美邦。

高盛在 2000 年 4 月宣布计划创建一个在线房地产网站，从而为商业房地产租赁和销售业务提供便利。美林与汇丰控股的合资公司将为 21 个国家的富裕投资者提供服务，以在线超市的方式提供银行和投资产品。在另一个合资公司中，美林、高盛和摩根士丹利为公司债和市政债等固定收益产品创造了一个在线债券交易所。它们已经承担了三分之一的债券承销业务。美林投资了一家专门针对中小企业的在线投资银行。美林还提供 B2B 互联网指数股（Holding Company Depository Receipts，HOLDRs），作为一种存托凭证，指数股代表了美国上市交易的 20 家从事电子商务的 B2B 公司的普通股组合的不可分割份额。对这些投资工具还提供持续不间断的交易服务。交易所交易的基金给共同基金带来越来越激烈的竞争。那些最初被称为“蜘蛛”的投资工具允许交易者在日间平盘头寸（进行 T+0 交易），而共同基金只能在日末结算。市场呼吁引入单一股票期货合约，但是由于 CFTC 和 SEC 之间关于管辖权的争议，单一股票期货合约的交易一直受到禁止。直到 2000 年 12 月，国会才取消了对交易单一股票期货合约的限制。单一股票期货合约将再次允许曾经由于市场监管需要而被禁止的价差交易（difference trading）。

当互联网上出现了可能影响公司股值的谣言散播时，NetCurrents 公司会向其客户发出警报。富达投资通过引入无线网络接入而确立了其在线交易的竞争优势。包括摩根士丹利、摩根大通、美洲银行和高盛在内的 7 家大公司为客户开发了一个在线电子外汇交易系统。花旗集团、大通曼哈顿、其他 50

家国际银行以及包括微软和通用电气在内的几家大型公司宣布创立了互联网外汇交易系统 Atriax。据报道纽约证券交易所与全球各地的 10 家交易所正在协商要开创一个全球 24 小时的市场，这个互相联通的新市场将被称为全球股票市场（GEM）。

市场震荡继续

伴随新千年到来的还有对股市的乐观预期，同时市场震荡也一直存在。一些关于股票市场的书籍甚至取名为《道琼斯 36 000 点》和《道琼斯100 000点》。斯坦福大学经济学家罗伯特·霍尔（Robert Hall）在 2000 年 1 月说："我们已经发展成一个更加稳定的金融体系，这个新体系几乎完全依靠市场而不是银行。[①]" 2000 年以后股市出现在下跌，但后来又反弹了。格林斯潘在 2000 年 1 月 16 日再次警告说股市的上涨可能成为又一次的"狂欢投机泡沫"。作为回应，市场再次大涨，但道琼斯指数在 2000 年 1 月 24 日下滑 243 点。两天后，格林斯潘主席又一次表示了他对股市投机泡沫的担忧，警告说保证金杠杆交易可能会导致投机过度。2000 年 2 月 1 日，道琼斯指数进一步反弹至 11 000点。

2000 年 2 月 1 日，在经历了 107 个月的扩张后美国经济达到历史最长的繁荣期。2000 年 1 月 27 日，欧元兑美元汇率首次低于平价，这是全球市场对美国经济再次投下的信任票。但同期还是有一些坏消息，消费者储蓄率跌至历史最低点。道琼斯指数有所反弹，但 1 月出现了自 1990 年以来最差的市场表现。纳斯达克指数在 1 月下跌 3.2%。2 月，华尔街上一枚炸弹爆炸，没有人员受伤，但窗户被打破了。也许更糟糕的是美联储在 2000 年 2 月 1 日将利率上调四分之一个点。格林斯潘确认将第四次连任美联储主席，他也继续发出股市过热的警告。当然在这个时点，联储主席是否能够作出可靠的预言还是值得怀疑的。格林斯潘早在 1994 年就担心股市过热，在他开始发表公开相关声明之前的三年时间里也一直有此担忧。显然为了保证他股市必将崩盘的

① Jacob M. Schlesinger, "Money - Go - Round: Why the Longest Boom?" *Wall Street Journal*, February 1, 2000, p. A1.

预言成真，格林斯潘主席表示美联储将继续加息直到股市回归理性、消费支出也回归正常。面对格林斯潘的警告，纳斯达克指数却继续上涨，但令人担忧的是通货膨胀可能重新出现。美国失业率在2000年1月下降到30年以来的最低点。更多的警钟被敲响了。SEC主席亚瑟·莱维特（Arthur Levitt）2000年2月警告投资者当心高风险的投资行为。他担心投资者正利用借贷资金进行保证金交易，在充满风险的股市中利用资金杠杆以图扩大收益。2000年1月，保证金余额上升至新纪录2 435亿美元，比1999年9月上升36%。

纳斯达克市场在2000年2月8日创下新高4 427.50点。道琼斯指数在2月维持震荡行情。在2000年2月11日下跌了218.4点，之后有所反弹，但是一个星期之后再度下跌。道琼斯指数在2000年2月24日跌破10 000点。在2000年3月7日道琼斯指数又下跌了374.47点，当天宝洁公司公布季报盈利水平下降，直接导致其股价大幅下跌31%。宝洁公司在两个月内损失了近一半的市值。与此同时，纳斯达克市场却连创新高，2000年3月9日首次触及5 000点，但此之后它开始下滑。2000年3月16日，道琼斯指数再度大涨499.19点，这是道琼斯指数有史以来最大的单日涨幅。

纳斯达克综合指数在2000年3月中旬下跌，但是同期道琼斯指数却大涨，在2000年3月23日再次达到11 000点。这表明两个指数之间的差距正在扩大：纳斯达克指数是电子商务公司的加权指数，而道琼斯指数主要跟踪多为传统业务的实业公司。而仅仅两天之前，美联储在2000年3月21日又加息四分之一个点，从而将短期利率推高至6%。由于市场此前已经充分预期，加息后股票和债券价格双双上涨。然而到3月底时，纳斯达克综合指数已经从历史最高点下跌了近12%。2000年4月4日的股市行情波动巨大。纳斯达克指数在当日一度下跌了574.57点，此后收平。道琼斯指数也下跌了超过500点，随后也基本收复失地。美国地方法院法官的调查显示微软违反了《反垄断法》，而美国政府对微软的反垄断诉讼取得和解的消息在当日推动市场快速上涨。纳斯达克在2000年4月7日（星期五）再度出现创纪录的上涨。然而，2000年4月14日（星期五）纳斯达克综合指数和道琼斯指数双双出现历史最大的下跌点数。引发此次抛售的是一份关于通货膨胀要上升的

报告。

纳斯达克市场在4月的一周内下跌了25%。然而，在4月18号（星期二）它出现大幅回升，创下历史最大的点数涨幅。报道称纳斯达克正呈现出一种“狂躁行为”的模式，仅在4月就有7个交易日的行情出现“巨大的上涨和下跌”[①]。由于美联储和司法部持续威胁市场，震荡一直延续到5月。耶鲁大学经济学家出版了一本书，警告说本次牛市已经表现出了与历史上市场崩盘之前一致的大幅上涨行情，1929年那次也是同样走势。与此同时，失业率下降至3.9%。不久之后，美联储第六次加息，将利率推高至自1991年以来从未有过的新高。加息之后股市应声下跌。5月底，纳斯达克指数较3月高点下跌36%，但随后又创下了7.94%的上涨纪录。经济数据显示经济终于从过热状态开始冷却。互联网股票的上涨被认为是历史上最大的泡沫之一。这些股票在2000年上半年价格下跌近40%。在2000年7月底，新的一轮抛售出现，纳斯达克的股票在9个交易日中平均下跌14%。到2000年第三季度，人们对股市在这一年将遭受损失的担忧进一步增强。震荡仍在继续。纳斯达克指数在2000年10月11日比3月高点下滑了37%，石油价格的飙升引发对经济前景的担忧。

2000年10月11日，牛市已经结束其第十个年头。在牛市10周年的当天，纽约证券交易所（NYSE）和纳斯达克交易所的成交量突破26亿股。10月12日，尽管道琼斯指数下跌379.21点，交易量依然巨大。纳斯达克指数也下跌了。那次下降之后市场出现一波上涨行情，但是股指全年都是下挫行情，震荡持续。纳斯达克指数当年下跌18.5%。2000年10月18日，道琼斯指数自3月以来首次收于10 000点以下。个股下跌严重。随着投资者逃离互联网股票，在2000年6月亚马逊股价一天内下跌20%。当苹果电脑公司发布10月盈利预警之后，其股价一天内下跌幅度超过了50%。当摩托罗拉公司宣布手机需求放缓，发布盈利预警后，其市值下跌了15%，净损失90亿美元。其他移动电话公司的股票也经历了大幅下跌。由于收益下滑，朗讯的股价下

① Kenneth N. Gilpin, “Broad Rally Lifts NASDAQ to 6.6% Gain,” *New York Times*, April 26, 2000, p. C1.

跌30%，市值损失320亿美元。家得宝每股季度收益比预期水平低了3美分，股价下跌超过25%。但并非只有坏消息。那一年新发行股票的金额达到了创纪录的723亿美元。在这一轮牛市，道琼斯指数上涨了347%，纳斯达克指数上涨931%。超过50%的美国家庭持有股票，分享了这次牛市带来的收益。华尔街真的成为主街，但美国中产阶级与变幻莫测的金融市场之间的联系也更加密切了。

新提议的《破产法》将会限制借款人逃避债务的能力，这导致了破产申请的增加，因为债务人想利用法案修正之前现有法规的便利。他们的担忧是正确的。到2000年底，由于美联储利率的猛涨和经济增长放缓，市场的反弹被破坏了。尽管会出现零星的偶尔的创纪录的单日上涨，但是这一年几乎是20年以来股市行情最差的。新证券销售额下降8%。对冲基金纷纷退出市场，家庭财富在2000年底也出现55年来首次下降。消费支出和商业投资都下降了，然而能源价格正在上涨。银行减少贷款的发放，紧缩信贷。网络公司损失最为惨重，股价暴跌，资金枯竭，大幅裁员。网络公司股价的下跌被形容为“熔毁”，这个评价并不夸张，因为纳斯达克股票总共亏损5万亿美元。开源软件公司红帽的股价在1999年8月公开上市以后涨幅近100美元从而一度升至每股151美元，但后来跌至仅剩5.22美元。Priceline.com的股价从162美元降至2美元。雅虎股价下降了92%。互联网咨询公司Scient的股价从10美元猛涨至133.75美元，后来回落至1.75美元。InfoSpace的股价下跌98%，Ariba下降了94%，而Broadcom的股价下跌88%。Mortgage.com中止贷款，解聘了大部分员工。还有其他一些互联网公司也失败了。后来这种经济放缓开始蔓延到其他行业和国外。

纳斯达克网络股受到的打击最为严重，而道琼斯指数也表现疲弱。美联储终于在12月发现了经济放缓。它们暗示会降息但并没有立刻行动。市场继续下滑，2001年1月2日成为特别糟糕的一天。美联储认识到其提高利率来阻止市场过快上涨的力度过头了，1月3日美联储仓促宣布降息，这次意外降息引发市场大幅上涨。但市场后来再度开始下滑。布什总统寻求通过减税为经济注入更多的资金和购买力，但他遭遇了阻力，大多数人都认为任何减税

政策都需要一些时间，甚至几年后才能生效。美联储1月31日宣布再次降息。但这并没能阻止市场的下跌。

截至3月，纳斯达克指数比一年前下降了62%。欧洲市场也表现疲软，而2001年3月11日这一个交易周内，美国的主要股指下降逾6%，成为美国股市历史上最黑暗的时期之一。道琼斯指数经历了单周最大点数跌幅，跌破9 800点。为此，美联储3月20日再次降息0.5个百分点，但市场担忧这个迟来的举措力度太小、时点太晚。市场迅速下跌，道琼斯指数跌破9 400点，比起2000年1月的11 722高点几乎下滑了20%。因为盈利下滑预警的增多，数以千计的员工被雇主解聘。宝洁公司一次性裁员25 000人，摩托罗拉公司也宣布要裁减掉数千个职位。嘉信理财宣布由于网上交易下滑，要裁员13%。嘉信理财的股价下跌了65%，其估值已经不足美林的1/2。

美联储之后采取了更多次的降息，到2001年6月总共降息六次。这些降息行动和其他一些利好事件给市场带来一段时间的上涨，但是坏消息还在继续。一家又一家的公司发布盈利预警，导致市场整体下挫。500多家dot. com公司一起崩盘。次级房屋按揭贷款银行Superior Bank破产，造成数亿美元的损失。北电网络也面临创纪录的190亿美元的损失，宣布计划裁员3万人。朗讯科技一个季度就亏损32亿美元，裁员2万多名员工。美联储的一项研究发现在全国普遍存在经济增长放缓的现象。各项经济指标都在下降，美国似乎正在走向经济衰退。历史又一次证明市场会上涨，但也不可避免下跌。

随着经济继续下滑，新千年的经济形势恶化了。布什总统提案建议的减税力度被国会削弱并分为数年逐步实施，但纳税人至少还可以领取最高600美元的退税，人们希望减税能促使步履蹒跚的经济反弹。社会保障体系的改革提议则继续遇阻，特别是在经济衰退导致政府收入下降、预算盈余收缩的时候。2001年6月28日，联邦上诉法院宣布微软在计算机操作系统上存在寡头垄断。但是联邦上诉法院将地方法院法官托马斯·潘菲尔德·杰克逊从微软这个案件中摘除，因为发现他存在司法不当行为，他曾在正式下令微软解散之前就与媒体会面。这个案件被退回重审，并指派了新的法官来决定如何给出适当的制裁。司法部随后宣布不再寻求将微软解散。

美联储进行了一系列的降息，但是仍然没有成功修复由于2000年过高利率带来的破坏。5月还高于11 000点的道琼斯指数稳步回落。纳斯达克综合指数也有所下降。美联储加大了降息的速度，但收效甚微。9月10日，纳斯达克综合指数收于1 695点，道琼斯指数收于9 605点。2001年9月11日，纽约金融区上演悲剧袭击，一群恐怖分子驾驶两架被劫持的客机撞入世界贸易中心。被撞击的世界贸易中心大楼倒向该综合体的其他五个建筑。位于世贸中心的金融公司包括所罗门美邦、瑞士信贷第一波士顿、怡安公司和富士银行。弗雷德·阿尔杰管理、Keefe, Bruyette and Woods Inc. 和卡尔期货损失了员工和办公场所。纽约期货交易所的办公室被毁。摩根士丹利（已经将添惠从它的名字中去掉）失去了供几千名员工使用的100万平方英尺的办公场所，还有6名员工在袭击中遇害。受灾最严重的公司是Cantor Fitzgerald Securities，该债券经纪商在美国高流动性国债的交易中占据约70%的份额。第一架被劫持的客机撞击了世贸中心北塔，撞击位置恰好位于该公司的总部所在地，造成700多名员工丧生。

SEC在纽约地区的办事处被埋葬在世贸中心的废墟中。美林位于One Liberty Plaza的老办公室也在袭击中被毁灭，公司成员不得不逃离到位于环球金融中心的新总部。环球金融中心的四座建筑都损坏严重，不得不被抛弃，至少暂时如此。美国运通、雷曼兄弟和野村证券位于环球金融中心的办公司都不得不被废弃。许多受影响的公司都转移到在1993年世界贸易中心爆炸案过后建立的应急站点。戴尔公司给这次转移提供了巨大帮助，连夜用卡车转移了5 000台电脑。

“9·11”袭击事件总共造成超过15万平方英尺办公场地的损毁或严重破坏。存放在世界贸易中心4号楼里的价值2.30亿美元的13吨黄金和3 000万盎司白银在建筑物倒塌时被掩埋在废墟中。然而，这些物质方面的损失与惊人的人员损失相比不值一提。包括几百名消防员、警察、救援人员在内的数千人丧生在纽约城即将被称为“零地带”（Ground Zero）地方。接连发生的对五角大楼的攻击和因对华盛顿特区的攻击计划被挫败而在宾夕法尼亚州坠毁的另一架被劫持的飞机造成了更大的人员死伤。纽约的金融区在袭击发生

后拉起了警戒线，股市和大宗商品市场也出现了历史上少有的市场关停。全球市场也因为这次毁灭性打击而暴跌。

美联储立即将大量资金投入银行体系，以保持流动性。救援方式与日本和欧盟类似。虽然全国临时性的飞机停飞导致支票和其他纸质支付系统的延迟，但美联储的流动性措施防止了金融系统崩溃。尽管如此，美国经济已经岌岌可危，“9·11”袭击事件又进一步促使美国走向经济衰退。

已预订机票被大量取消，数量前所未有。已经处于破产环节的中途航空公司取消了未来所有航班。瑞士航空公司在收到瑞士政府发放的 2.8 亿美元的援助资金之前关停了所有航班，导致数千旅客滞留。比利时国家航空公司宣布破产。美国的航空公司也面临 50 亿美元的亏损，裁员 9 万人，削减了 20% 的飞行计划。国会为这些航空公司提供了价值 50 亿美元的救助计划，另外提供了 100 亿美元的贷款担保。另外，还有 400 亿美元的灾害救助资金被批准用于救助那些受到“9·11”事件影响的其他公司。

袭击事件之后，酒店及旅游相关产业流失了大量顾客。保险业的损失估计高达 400 亿美元，许多再保险公司可能会遭受严重打击。失业人数上升到 52.8 万人，一周内增加了 7.1 万人。通用电气航空公司宣布削减 4 000 个工作职位。北电网络第三季度面临 36 亿美元的亏损，再次削减 2 万个工作岗位，裁员总量达到 45 000 人。波音公司也解聘了 3 万名员工。康宁再次裁员4 000 人。大多数直接受到攻击事件影响的公司也都在裁员。瑞士信贷第一波士顿下属的投资银行部裁掉 760 名员工。摩根士丹利裁掉了 200 个投资银行家。

9 月 13 日大宗商品市场恢复了部分交易。证券市场 9 月 17 日也重新开放，但是交易所空气中的灰尘还是非常厚重，以至于纽约证券交易所大厅的工作人员认为有必要佩戴防尘面罩。交易恢复之后，出现快速的抛售。交易首日道琼斯指数下跌 684 点，这是历史上单日最大跌幅，超越之前 2000 年 4 月 14 日创造的单日跌幅 617 点的纪录。道琼斯指数在交易重新开始后的一周内市值蒸发 14%。这是自 1940 年 5 月以来按百分比计算的最大的单周跌幅，当时道琼斯指数在 120 点左右，因德国入侵法国成功而出现大幅下跌。在 2001 年 9 月 17 日至 9 月 22 日之间，道琼斯指数总计下跌 1 369 点，这是道琼

斯指数105年历史上总价值下跌最严重的一周，合计损失1.4万亿美元。航空公司和保险公司的股票损失最为惨重，但是其他公司的股价也下跌很多。

市场在第二个周一有了反弹，似乎已稳定下来。虽然只恢复了前一周损失的25%，在随后的交易中又出现了更多的上涨行情。各公司推出的股票回购计划帮助市场进一步恢复，1987年股市暴跌后同样是股票回购计划促进了市场的恢复。2001年10月3日，市场进一步大幅反弹：道琼斯指数上涨至9 123点，纳斯达克综合指数迎来六个月内最大的涨幅，上升到1 580点，但仍远低于2000年3月10日达到的历史最高点5 048；道琼斯指数比2000年1月14日的历史最高点11 722点低22%。市场整体估值5.64万亿美元，比2000年3月24日的最高市值16.96万亿美元低33%。(译者：原文错误，应该为仅为最高值的33%，下跌67%。)

美联储通过几次降息进一步稳定了市场。2001年9月17日基准利率下调了50个点，10月2日再次将基准利率下调50个点，这是本年度美联储第9次降息。10月2日的降息将联邦基金利率降至2.5%，是自1962年5月约翰·F. 肯尼迪任职美国总统以来的最低水平。美联储贴现利率更是达到2%的低点。2001年11月6日美联储再次将基准利率下调50点，但经济依然延续下跌，美国历史上最长的经济扩张周期结束。其他国家的中央银行也大幅削减利率。国会试图通过增加政府支出、减免税收等措施来提振经济。为了争得自由民主党人的同意，同时提出增加最低工资，还有更多的退税和增加政府开支的计划，几乎要把政府预算重新推回赤字状态。10月底，工业产出已经连续11个月下降。自从大萧条以来从未有过这种持续的下跌。

“9·11”事件后，美国金融业也直接参与到美国国会对恐怖主义的宣战中。华尔街是恐怖分子的主要目标之一，但金融系统也被用于跟踪和打击“9·11”袭击的作案人。这场反恐战争的对象是阿富汗恐怖分子奥萨马·本·拉登，本·拉登曾策划了早前针对美国的在东非国家大使馆的爆炸案以及美国海军军舰科尔号的爆炸案。布什总统下令冻结与本·拉登基地组织相关的恐怖分子嫌疑人的银行账户。美国政府向拒绝冻结恐怖分子银行账户或者拒绝与美国当局合作的外国银行和金融机构发出了冻结其账户的警告。外

国恐怖分子资产跟踪中心专门负责追踪恐怖分子的资金流动。还有人担忧在世贸中心恐怖袭击发生之前的短暂时间里也许已经有恐怖分子或其支持者进行过内部交易。恐怖袭击之前出现过非正常的卖出期权交易以及大量的卖空交易。38 家公司的证券交易面临 SEC 及其新领导人哈维·皮特的调查。这份名单包括办公场所位于已被摧毁的世贸中心大楼的公司，以及航空公司和保险公司。五年期国库券的可疑交易是另一个让人担忧的问题，其中包括一单价值 50 亿美元的交易。SEC 还要求加拿大配合审查其金融市场上的可疑交易。德国政府也对在德国股市上出现的可疑交易展开调查。

恐怖分子选择华尔街作为他们袭击活动的中心，恰恰表明了一个并不受欢迎的事实：美国国力强大、经济高度发达、金融业在世界范围内举足轻重。如同五角大楼一样，世界贸易中心曾被视为美国的实力象征。所以这两个地方都成为恐怖分子的袭击目标。然而，尽管有各种针对性破坏活动，华尔街还是幸存下来并继续着它的使命。纽约证券交易所 9 月 17 日重新开市就向世界发出了一个强有力的信号，美国金融业依然有活力，依然稳健，依然强大，即便在损失严重的情况下也能重获力量、重塑发展。

结　论

在新千年前后股票市场的投资者经历了过山车式的震荡，反映出市场的波动性有时可以放大到骇人的地步。这也再一次提醒投资者，市场既会上涨也会下跌。20 世纪最后十年的经济繁荣使得一些人开始宣称金融和经济终于克服了商业周期。但可悲的是，历史证明并非如此。金融行业的周期性告诫人们历史会一次又一次地重演。经济增长期之后的泡沫期、衰退期、下滑期和萧条期已经成为美国金融的常见现象。政府长期以来试图缓解或避免这些衰退的努力从未成功。近年来，美联储尝试通过提高利率来使经济保持适中的增长速度，但是其成效并不确定。

比较积极的一面是历史告诉我们经济即使会发生不可避免的衰退，但是终将再次复苏。经济复苏可能需要几年的时间，但它终会到来。

虽然存在很多愚蠢的事情和不可避免的跌宕起伏，美国金融体系还是为美国人提供了大量的财富，使美国成为世界上独一无二的强国。虽然从中获取的财富没有实现平均分配，但是这些巨大的财富及其影响已经深深地影响了美国社会。然而，尽管取得了这样的成功，美国人长期以来都对付出极大努力来建立金融体系的金融家和商人保持着怀疑的态度。托马斯·杰斐逊对北方商人的厌恶，安德鲁·杰克逊对美国银行的战争，民粹主义运动和对信托的打击深深地嵌入了美国政治。约翰·洛克菲勒、摩根大通、迈克尔·米尔肯和威廉·盖茨都曾受到政府和媒体的攻击。充满讽刺意味的是传统垄断公司标准石油现在居然又被重组起来。摩根大通正在恢复其作为投资银行的

身份，其商业银行的业务比重在不断下降。迈克尔·米尔肯的垃圾债券现在也已经成为金融行业的一个常规部分。

历史向我们揭示了金融行业的巨大变化。金融服务正在聚集成巨型金融超市。银行、证券、保险和衍生品行业（以及它们的会计师、顾问和律师）现在已经高度融合形成一个无缝的网络。它们都在迅速整合自己的产品线。这些公司可能在未来几年内按照类别定义为金融服务公司更为准确。我们以前熟知的许多银行、保险公司和券商在并购和业务扩展的浪潮中正在消失。这也引起了一些危险。现在某一个金融集团的失败就会给整个经济带来非常严重的威胁。调整不可避免，无疑在这个调整过程中也需要为错误付出代价。全球化加剧了这种风险。现在，美国金融市场与国际金融市场紧密相连，即使是最遥远地区的一个变化也会立即影响到美国的金融中心。

历史是否为下个世纪美国金融的发展前景提供了任何线索？一些事情是可以预见的。当然未来还会有更多愚蠢的行为和欺诈事件发生。金钱吸引人们甘愿承担巨大风险，从事丑恶的欺诈行为。在历史发展过程中出现的诈骗手段之间的相似性令人惊讶。庞氏骗局、市场操纵和对高额利润的虚假承诺几乎按照可预见的规律性一再重复上演。同样令人惊奇的是那些冒着巨大风险积累了巨额财富的人，又同样迅速地失去了那些财富。对大多数人来说，收获一大笔钱之后会变得谨慎而不是继续冒更大的风险。但是许多金融家却不是这样，我们禁不住质问那些巨人接二连三失败的诱因究竟是什么。

更令人不安的是华尔街剧烈的暴力事件。虽然 J. P. 摩根 1920 年的爆炸事件，以及 1993 年和 2001 年针对世界贸易中心的恐怖袭击事件都有几年的间隔时间，但是人们还是非常担忧这些剧烈的暴力活动对金融体系造成严重的危害。华尔街显然是美国力量的象征，同时也成为不满人士的袭击目标。美国必须采取必要的措施来保护这个宝贵的资源。

我们必须承认美国金融史上最具创造力的时期之一是 20 世纪最后的 25 年。金融工程成为金融市场的一个重要方面。新出现的投资工具数以千计。衍生工具已经不再局限用于农业部门。今天，各经济部门的机构都在使用衍生工具来对冲风险、增加交易机会。未来，消费者甚至可以使用衍生品工具来

使自己免受利率上升对可变利率房屋按揭贷款的影响，并使自己免于其他金融风险。退休人员会非常喜欢衍生品工具，因为可以借此规避退休投资组合价值的下降，避免投资回报率的下降，逃避通货膨胀的负面影响。

互联网的应用使得提供金融服务的方式发生了革命性变化。即使是强大如美林这样的公司也不得不面对来自互联网的竞争，开始引入网上交易。互联网使得早已激烈争论多年有关分支行是否很快过时的问题再次引起人们的注意。智能卡、信用卡和借记卡都正在取代现金。在芬兰，便携式手机已经普遍被用作信用卡的替代品，人们可以通过手机支付费用、收取账单。保险也可以通过电话和互联网购买。独立保险代理人发现以上两种保险销售机制给其带来激烈的竞争。市场困扰于传统的实体经济与新兴网络公司之间的差异。有时纳斯达克指数与道琼斯指数出现反向的变动，这种矛盾反映了两种商业形式之间的斗争。互联网带宽的扩大只会使它们的差异更为显著。即使现在，也已经开始出现以带宽发展前景为基础的衍生品，向那些需要保护自己免受其发展的负面影响或期望从中获利的投资者们出售。

自从哥伦布开始在“印度群岛”发掘财富以来，我们已经走过了漫长的路途。微软的垄断与瓦尔特·罗利爵士在弗吉尼亚州追求通过翎笔和墨水去实现对黄樟树的垄断是截然不同的。让我们再次提醒自己定居在此的殖民者是被商人出于经济原因送过来的。联合股份公司和大英帝国的商人之所以资助他们来到美国是寄希望于他们能够在此发现巨大的财富来源。那个目标已经实现了，只是花费了比任何人想象当中更长的时间。荒芜的美洲被证明是各式金融和商业模式的藏宝地。对美洲及其居民的征服本身就充满了各种传说，而金融也出现在每一场战争和每一次边界扩张的过程中。

从现代社会的角度再回顾历史是非常有趣的，我们知道早期殖民者是没有货币的，因此他们只能使用诸如物物交换、庄稼票据（crop note）和信用凭据等一些原始的东西来创造货币。虽然面临许多障碍和挫折，我们的开国元勋还是成功地为一个伟大的国家奠定了基础。创建世界上最伟大金融体系的过程绝对不容易，但是我们还是做到了。独立战争给我们带来了股票市场和银行系统，虽然那时国家已行将破产。杰克逊总统领导的银行战争是金融

业发展过程中的挫折，但是国家发现它还是可以生存下去，即便出现1837年那样的全国恐慌。南北内战几乎破坏了我们建立国家的愿望，但最终我们却建设了一个更强大的金融体系。虽然这个金融体系存在缺陷，但是股票和大宗商品市场却在冲突中变得更强大了。双方的战争，导致了衍生品市场的出现，同时也为全国性的银行体系打好了基础。内战双方都通过大量发行票据和债券等证券来融资。伟大的国家企业——铁路——在内战之后经常通过国际证券发行来融资。国际融资为其他伟大的企业和金融发展带来动力，当然其中也包括愚行和欺诈。从Crédit Mobilier到Jay Cooke和Grant&Ward的失败，证明了金融业发展的过程波折不断。然而那些丑闻和“强盗男爵”的时代很快让位于投资银行家。摩根大通和他的家族将大量分散的地方经济联合起来形成了一个统一的金融体系。

1907年的恐慌波及全美国，使得政府提高了对经济的管控程度。现在回想起来，那只是一个暂时的异常事件，但促使了如今掌控整个金融业的美联储系统的建立。第一次世界大战的爆发表明金融世界的权力平衡已经转向了美国。美国金融家几乎很轻松地就筹集到整个一战成本当中的很大一部分。那时，证券市场在逐渐成为美国日常生活的一部分。自由债券运动（Liberty bond campaign）使我们成为一个投资国家。20世纪20年代出现的过度投机恰好印证了这一事实。1929年股市的崩盘令人震惊，但还不足以导致后来的大衰退。只有第二次世界大战才能拯救经济，才能让金融家恢复其促进经济发展的作用。

第二次世界大战后，经济一直保持上涨趋势，虽然也偶尔有短暂的下降。在美国政府诉摩根的案件当中麦地那法官（Judge Medina）偏向摩根，政府试图控制金融家的努力遭遇了挫折。20世纪50年代中期股市的大涨导致人们担忧另一次市场崩盘即将到来，但这只是虚惊一场。在20世纪60年代，布雷顿森林体系引发了一系列问题。黄金价格并不愿意维持在布雷顿森林体系为其人为设定的水平上。像其他商品一样，黄金价格和价值处在波动中。理查德·尼克松通过废除美国的金本位制解除了那个问题。此后，汇率变成浮动汇率，国家货币的价值由其经济状况决定，而不再取决于人为设定的黄金

价格。

尼克松当政时期，出现了另一个由政府引发的问题——通货膨胀。越南战争和政府在社会项目中无上限的支出使经济进入通货膨胀的螺旋。越南战争和由此导致的通货膨胀引发了民众的不满，这足以摧毁林登·约翰逊、理查德·尼克松、杰拉德·福特和吉米·卡特四人总统地位。乔治·布什也受到经济衰退的不良影响。通货膨胀使我们金融体系中的其他问题也暴露出来。人为设定最高利率的Q条例导致“脱媒”现象，这意味着随着消费者将资金转移到收益率更高的投资项目中银行的存款会日益减少。多数情况下存款会转移到货币市场基金。面对这种变化，银行和储蓄机构也在寻求其他资金来源，例如欧洲美元。为了应对借款成本的上涨，它们开始选择提供更高收益的投资。更高的收益也就意味着更高的风险，结果就出现了巨大的损失。储贷协会危机即是这种成本—收益—风险的循环导致的，当然数量众多的欺诈活动也是危机的重要推动因素。

里根总统提出了一个新的方案。放松管制成为那届政府的口号，减税为增长奠定了基础。里根政府没有将金融家视为人民的敌人，但是要遏制由于多年不加控制的政府支出引发的通胀，一场严重的衰退在所难免。螺旋式的政府赤字威胁到了国家的未来，里根政府的计划提出更多的手段来解决这种通胀螺旋的困境。逐渐地，经济稳定下来，并迎来了新的经济繁荣。乔治·布什继续着放松金融管制的过程，但放松力度有所节制［其实力度很大（请认真听我是严肃的：read my lips)］，但是当经济似乎要陷入衰退的时候他被赶下了总统职位。之后，比尔·克林顿成为继任总统。克林顿提高了税收，并提出以国家健康服务的形式推出新一轮类似约翰逊伟大社会（Johnsonian Great Society）的大规模政府社会福利项目，但是他的支出计划受到国会共和党多数派的阻挠未能通过。结果就是引发通货膨胀的政府支出扩张被遏制住了，财政开始出现盈余。前所未有的经济繁荣随之而来。

20世纪90年代是金融创新的时代。最初，由于公司不明白衍生品的原理或利用它们进行投机而出现了大量的亏损，为此衍生品曾被视为一种威胁。尽管出现过衍生品会导致社会崩溃的担忧，但损失慢慢被消化掉，衍生品业

务也继续存在。衍生品工具提供了一种从未有过的机制，使得公司能保护自己免受金融风险的危害。农业部门在许多年以前就认识到了其中的好处：农民可以通过期货市场锁定自己作物的价格，即使在出现供给过剩的情况下也能保证盈利。现在房地产开发商也可以以同样的方式对冲上涨的资金成本。贷款人甚至可以用来对冲违约风险。风险管理变得更加科学化，而不再是一场赌博。让我们不要忘记是投机商和赌徒最先把将风险管理从金融业务中分离出来的，并且正是那些曾为我们所鄙视的人将风险管理转变为一项科学性的工作。

在新千年之初，日间交易肆虐市场，利用时间与地点优势与那些专业人士展开竞争。它们是可怕的金融精灵，其不择手段的行为进一步引发人们对货币信托这种模式的愤恨。然而，也正是日间交易商强力推动市场进入了新千年。交易所被迫意识到专业人士不得不与电子市场进行竞争。电子交易网络给纽约证券交易所等传统市场带来了威胁。Eurex 电子市场的交易数量超过了早在内战时期就已经建立的芝加哥交易所公开喊价系统的交易量。传统交易所疯狂地通过股份化和兼并来应对来自电子交易的威胁。SEC 在这些变化面前显得措手不及。它们多年来一直在寻求建立一个集中化的市场体系从而实现客户订单的“最佳执行”。这种做法在其他政府部门努力打击商业活动集中化的时候似乎显得很奇怪。在其他经济领域，竞争才是被视为实现最好价格的途径。

其他监管异常现象也存在。20 世纪末，《雷姆—里奇—比利雷法案（GLB）》废除了《格拉斯—斯蒂格尔法案》当中对商业银行从事证券业务的种种限制。《GLB 法案》采用的是“功能性”监管体系，银行被允许从事更广泛的金融活动，但是它们将受到各个业务领域的传统监管者而非仅仅银行监管机构的监管。然而，在当前金融服务统一化的环境下，这种功能性监管结构似乎非常不合时宜。像美洲银行或花旗集团这样的大型金融服务公司将同时接受许多监管机构的监督，包括各州的保险委员会、银行和证券监管机构、SEC、商品期货交易委员（CFTC）、股票和商品交易所、全国证券业协会（NASD）、国家贸易委员会（NFA）、货币监理署、联邦存款保险公司（FDIC）、美联储、司法部以及联邦贸易委员会。这种

分割的监管模式很难实现高效率或者协调一致。SEC 多年来与商品期货交易委员和银行监管机构进行着各种管辖权的争夺。各州被证明是不称职的金融监管机构（有时需要联邦干预），抑或干预太多（有时需要联邦预先阻止）。这种重叠的监管机制似乎是根本无效的。金融服务的融合以及产品之间的结合创造了一个与现行监管结构截然不同的提供金融服务的“功能”系统。

金融行业将继续发展进步。现金的重要性无疑会降低。现在手掌大小的一体机和手机甚至能实现及时转账。票据也越来越多地通过电脑来处理，电子银行业务将继续增长。现在已经可以在互联网上购买各种杂货和大多数的家庭用品。带宽的增长将使消费者能够利用虚拟现实技术访问展厅。货品的交付可以通过联邦快递或 UPS 以及其他快递服务公司，同时，这些快递公司传统的隔夜邮件快递服务随着电子邮件附件取代实物传输也逐渐过时。国会正在认可电子签名的合法化，这必将促进电子金融的发展。

社会保障制度也在进行改革，开始允许社保资金投资于可以获得市场回报的金融工具上。同时，“银行”“保险公司”和“股票经纪人”等称呼也变得越来越不合时宜。综合性金融服务公司已经提供跨行业的金融服务。未来一个有意思的发展方向将是实体企业向金融服务业的扩展。毫无疑问的是沃尔玛等公司除了出售它们的渔具之外，还将向消费者提供房屋按揭贷款、信贷服务、共同基金、人寿保险、退休年金等金融服务产品。

参考文献

Ambrose, Stephen E. *Nixon: The Triumph of a Politician*, 1962 – 1972. New York: Simon & Schuster, 1989.

American Bankers Association v. Securities and Exchange Commission, 804 F. 2d 739 (D. C. Cir. 1986).

American Council of Life Insurance. *Life Insurance Fact Book.* Washington: American Council of Life Insurance, 1996.

"American Notes: Sex Tax." *Time*, January 25, 1971, p. 10.

Anders, George. *Merchants of Debt: KKR and the Mortgaging of American Business.* New York: Basic Books, 1992.

Arizona Governing Committee for Tax Deferred Annuity and Deferred Compensation Plans v. Norris, 463 U. S. 1073 (1983).

Arnold Tours, Inc. v. Camp, 472 F. 2d 427 (1st Cir. 1972).

Auletta, Ken. *Greed and Glory on Wall Street.* New York: Random House, 1986.

Banca Cremi, S. A. v. Alexander Brown & Sons, Inc., 132 F. 36 1017, 1023, n. 3 (4th Cir. 1997).

Barnett Bank of Marion County, N. A. v. Nelson, 517 U. S. 25 (1996).

Basic, Inc. v. Levinson, 485 U. S. 224 (1988).

Baskin, Jonathan B., and Paul J. Miranti Jr. *A History of Corporate Finance.*

Cambridge, England: Cambridge University Press, 1997.

Bauder, Donald C. *Captain Money and the Golden Girl.* San Diego: Harcourt Brace Jovanovich, 1985.

Beckner, Steven K. *Back from the Brink: The Greenspan Years.* New York: Wiley, 1996.

Berenson, Alex. "2 Accused of Using E – Mail to Commit Stock Fraud." *New York Times*, February 25, 2000, p. C2.

Bernstein, Peter L. *Capital Ideas: The Improbable Origins of Modern Wall Street.* New York: Free Press, 1992.

Bianco, Anthony. *The Reichmanns.* New York: Times Books, 1997.

Block, Ralph L. *Investing in REITs: Real Estate Investment Trusts.* Princeton, NJ: Bloomberg Press, 1998.

Bloomberg, Michael. *Bloomberg by Bloomberg.* New York: Wiley, 1997.

Board of Governors of the Federal Reserve System v. Dimension Financial Corp., 474 U. S. 361 (1986).

Born, Karl Erich. *International Banking in the 19th and 20th Centuries.* New York: St. Martin's Press, 1983.

Bourne, Peter G. *Jimmy Carter: A Comprehensive Biography from Plains to Post – Presidency.* New York: Scribner, 1997.

Bower, Tom. *Maxwell: The Outsider.* New York: Viking Press, 1992.

——. *Maxwell: The Final Verdict.* London: Harper Collins, 1995.

Bruck, Connie. *The Predators' Ball: The Junk – Bond Raiders and the Man Who Staked Them.* New York: The American Lawyer/Simon & Schuster, 1988.

Buck, James E., ed. *The New York Stock Exchange: The First 200 Years.* Essex, CT: Greenwich, 1992.

Buckman, Rebecca. "Internet Brokerage Firms Break Into Banking." *Wall Street Journal*, July2, 1998, p. C1.

Burrough, Bryan, and John Helyar. *Barbarians at the Gate: The Fall of RJR*

Nabisco. New York: Harper & Row, 1990.

Calder, Lendol. *Financing the American Dream: A Cultural History of Consumer Credit.* Princeton, NJ: Princeton University Press, 1999.

Callejo v. Bancomer, S. A., 764 F. 2d 1101 (5th Cir. 1985).

Campbell v. Shearson/American Express, Inc., 1985 U. S. Dist. LEXIS 16975 (E. D. Mich. 1985).

Capatides, Michael G. *A Guide to the Capital Markets Activities of Banks and Bank Holding Companies.* New York: Bowne, 1990.

Carpenter v. United States, 484 U. S. 19 (1987).

Carrington, Tim. *The Year They Sold Wall Street.* Boston: Houghton Mifflin, 1985.

Carroll, Paul. *Big Blues: The Unmaking of IBM.* New York: Crown, 1993.

Chancellor, Edward. *Devil Take the Hindmost: A History of Financial Speculation.* New York: Farrar, Straus, Giroux, 1999.

Chernow, Ron. *The House of Morgan: An American Banking Dynasty and the Rise of Modern Finance.* New York: Atlantic Monthly Press, 1990.

——. *The Death of the Banker.* New York: Vintage Press, 1997.

Chew, Donald, ed. *New Developments in Commercial Banking.* Cambridge, MA: Blackwell Finance, 1991.

Chiarella v. United States, 445 U. S. 222 (1980).

Chicago Mercantile Exchange. *Financial Regulation for the 21st Century.* Chicago: CME, 1995.

Clarke v. Securities Industry Association, 479 U. S. 388 (1987).

Clifford, Clark. *Counsel to the President.* New York: Random House, 1991.

Commodity Futures Trading Commission. *A Study of the Nature, Extent and Effects of Futures Trading by Persons Possessing Material Nonpublic Information.* Washington: CFTC, 1986.

Copetas, A. Craig. *Metal Men.* New York: Putnam, 1985.

Corrigan, Tracy. "Moving On to Centre Stage." *Financial Times Survey, Derivatives, October* 20, 1993, p. 1.

Cronin, Mary J., ed. *Banking and Finance on the Internet.* New York: Wiley, 1998.

Dallek, Robert. *Flawed Giant: Lyndon Johnson and His Times*, 1961 – 1973. New York: Oxford University Press, 1998.

D'Arista, Jane W. *The Evolution of U.S. Finance: Restructuring Institutions and Markets.* Armonk, NY: M. E. Sharpe, 1994.

Davies, Nick. *Death of a Tycoon: An Insider's Account of the Fall of Robert Maxwell.* New York: St. Martin's Press, 1992.

Dirks v. Securities and Exchange Commission, 463 U.S. 646 (1983).

Dirks, Raymond L., and Leonard Gross. *The Great Wall Street Scandal.* New York: McGraw – Hill, 1974.

Dorfman, John R. "The Next Century: The Most Powerful Bull Market." *Wall Street Journal*, December 16, 1996, p. C1.

Drexel Burnham Lambert, Inc., v. Commodity Futures Trading Commission, 850 F.2d 742 (D.C. Cir. 1988).

Dunn v. Commodity Futures Trading Commission, 519 U.S. 465 (1997).

"An Earthquake in Insurance." *The Economist*, February 28, 1998, p. 73.

Eichengreen, Barry. *Globalizing Capital.* Princeton, NJ: Princeton University Press, 1996.

Eichenwald, Kurt. *Serpent on the Rock.* New York: HarperBusiness, 1995.

Elias, Christopher. *The Dollar Barons.* New York: Macmillan, 1973.

Endlich, Lisa. *Goldman Sachs: The Culture of Success.* New York: Alfred A. Knopf, 1999.

"Euro Brief." *The Economist*, October 31, 1998, p. 85.

"Europe's Adventure Begins." *The Economist*, January 2, 1999, p. 15.

Fass, Peter M., Michael E. Shaff, and Donald B. Zief. *Real Estate Investment*

Trusts Handbook: A Pass - Through to Own and Operate Real Estate and Make Mortgage Loans. St. Paul, MN: West Group, 1999.

FAIC Securities Co., Inc. v. United States, 768 F.2d 352 (D.C. Cir. 1985).

Federal Reserve Bank of New York. *The Story of Checks.* New York: Public Information Department, 1979.

——. *Understanding the M's in Monetary Policy.* New York: Public Information Department, 1994.

——. *The Story of Monetary Policy.* New York: Public Information Department, 1996.

"Finding the Right Chemistry." *The Economist*, September 2, 1995.

Frank, Stephen E. "Carnage in Stocks: If the Sell - off Continues, Banks Have Crucial Role." *Wall Street Journal*, October 28, 1997, p. C19.

Friedman, Milton. "Markets to the Rescue." *Wall Street Journal*, October 13, 1998, p. A22.

Ford, Gerald R. *A Time to Heal: The Autobiography of Gerald R. Ford.* New York: Harper & Row, 1979.

Fridson, Martin S. *It Was a Very Good Year: Extraordinary Moments in Stock Market History.* New York: Wiley, 1998.

Gart, Alan. *Regulation, Deregulation, Reregulation: The Future of the Banking, Thrift, Insurance, and Securities Industries.* New York: Wiley, 1993.

Gary Plastic Packaging Corporation v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc., 756 F.2d 230 (2d Cir. 1985).

George, Robert Lloyd. *The Handbook of Emerging Markets.* Chicago: Probus, 1994.

Germond, Jack W., and Jules Witcover. *Mad As Hell: Revolt at the Ballot Box 1992.* New York: Warner Books, 1993.

Gilbert, Martin, ed. *A History of the Twentieth Century: 1952 - 1999.* Vol. 3.

New York: William Morrow, 1999.

Gilpin, Kenneth N. "Broad Rally Lifts NASDAQ to 6.6% Gain." *New York Times*, April 26, 2000, p. C1.

Gordon v. New York Stock Exchange, Inc., 422 U. S. 659 (1975).

Grant, James. *Money of the Mind: Borrowing and Lending in America from the Civil War to Michael Milken.* New York: Farrar, Straus, Giroux, 1992.

Greider, William. *Secrets of the Temple.* New York: Simon & Schuster, 1987.

Greising, David, and Laurie Morse. *Brokers, Bagmen, and Moles.* New York: Wiley, 1991.

Grossman, Peter Z. *American Express: The Unofficial History of the People Who Built the Great Financial Empire.* New York: Crown, 1987.

Hazell v. Hammersmith & Fulham London Borough Council, 1 ALL Eng. Rep. 545 (1991).

Hector, Gary. *Breaking the Bank: The Decline of BankAmerica.* Boston: Little, Brown, 1988.

Henderson, Bruce. "L. A.'s Ultimate Bunco Artist." *The Los Angeles Magazine*, 1981.

Henriques, Diana B. *Fidelity's World.* New York: Scribner, 1995.

Horton, Sue. *The Billionaire Boys Club.* New York: St. Martin's Press, 1989.

Huebner, S. S., and Kenneth Black Jr. *Life Insurance.* Englewood Cliffs, NJ: Prentice – Hall, 1982.

Hutchison, Robert A. *Off the Books.* New York: William Morrow, 1986.

Iacocca, Lee. *Iacocca: An Autobiography.* New York: Bantam Books, 1984.

Institutional Investor. *The Way It Was: An Oral History of Finance*, 1967 – 1987. New York: William Morrow, 1988.

Investment Company Institute v. Camp, 401 U. S. 617 (1971).

Investment Company Institute. 1996 *Mutual Fund Fact Book.* Washington: Investment Company Institute, 1996.

"Japan: Now for the Next One." *The Economist*, October 25, 1997, p. 41.

James, Jamie. "Coin of the Realm: The Strange Quest to Find the Right Face for the New Dollar." *Wall Street Journal*, July 24, 1998, p. W11.

Jensen, Michael C. *The Financiers: The World of the Great Wall Street Investment Banking Houses.* New York: Weybright & Talley, 1976.

Jett, Joseph. *Black and White on Wall Street: The Untold Story of the Man Wrongly Accused of Bringing Down Kidder Peabody.* New York: William Morrow, 1999.

Johnson, Paul. *Modern Times: The World from the Twenties to the Nineties.* New York: HarperPerennial, 1992.

Kahn, Joseph. "Goldman Goes for a Bit of Gusto." *New York Times*, June 16, 1998, p. D1.

Karr, Albert R. "Bank Regulator Signals Move on Derivatives." *Wall Street Journal*, April 21, 1994.

Katzenbach, Nicholas de Belleville. *An Overview of Program Trading and Its Impact on Current Market Practices.* New York: New York Stock Exchange, 1987.

Kenen, Peter B., ed. *Managing the World Economy: Fifty Years After Bretton Woods.* Washington: Institute for International Economics, 1994.

Kilpatrick, Andrew. *Warren Buffett: The Good Guy of Wall Street.* New York: Donald I. Fine, 1992.

Kindleberger, Charles P. *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises.* New York: Basic Books, 1989.

Kirsch, Clifford E., ed. *The Financial Services Revolution: Understanding the Changing Role of Banks, Mutual Funds, and Insurance Companies.* Chicago: Irwin Professional, 1997.

Kornbluth, Jesse. *Highly Confident: The Crime and Punishment of Michael Milken.* New York: William Morrow, 1992.

Leinsdorf, David, and Donald Etra. *Citibank: The Report on First National*

City Bank. New York: Grossman, 1974.

Lewis, Michael. *Liar's Poker: Rising Through the Wreckage on Wall Street.* New York: Norton, 1989.

Liman, Arthur L. *Lawyer: A Life of Counsel and Controversy.* New York: Public Affairs, 1998.

Long, Robert Emmet, ed. *Banking Scandals: The S&Ls and BCCI.* New York: H. W. Wilson, 1993.

Lowenstein, Roger. *Buffett: The Making of an American Capitalist.* New York: Random House, 1995.

——. *When Genius Failed: The Rise and Fall of Long – Term Capital Management.* New York: Random House, 2000.

Macey, Jonathan R., and Geoffrey P. Miller. *Banking Law and Regulation.* New York: Aspen Law & Business, 1997.

Markham v. Colonial Mortgage Service Co., Associates, Inc., 605 F. 2d 566 (D. C. Cir. 1979).

Markham, Jerry W. *The History of Commodity Futures Trading and Its Regulation.* New York: Praeger, 1987.

——. "Manipulation of Commodity Futures Prices: The Unprosecutable Crime." *Yale Journal on Regulation* 8 (1991): 281 – 380.

——. "'Confederate Bonds,' 'General Custer' and the Regulation of Derivative Financial Instruments." *Seton Hall* 25 (1994): p. 1.

Marquette National Bank of Minneapolis v. First of Omaha Service Corp., 439 U. S. 299 (1978).

Marshall, John F., and M. E. Ellis. *Investment Banking and Brokerage: The New Rules of the Game.* Chicago: Probus, 1994.

Martin, William McChesney, Jr. *The Securities Markets.* New York: New York Stock Exchange, 1971.

Matusow, Allen J. *Nixon's Economy: Booms, Busts, Dollars, and Votes.* Law-

rence: University Press of Kansas, 1998.

Mayer, Martin. *The Bankers.* New York: Weybright & Talley, 1974.

——. *The Greatest – Ever Bank Robbery: The Collapse of the Savings and Loan Industry.* New York: Scribner's Sons, 1990.

——. *Nightmare on Wall Street: Salomon Brothers and the Corruption of the Marketplace.* New York: Simon & Schuster, 1993.

——. *The Bankers: The Next Generation.* New York: Truman Talley Books/Dutton, 1997.

McGeehan, Patrick. "Merrill Lynch Catches the Spirit." *New York Times*, October 8, 1999, p. C1.

McGeehan, Patrick, and Solange De Santis. "Merrill Purchase Symbolizes Wall Street's Global Reach." *Wall Street Journal*, June 23, 1998, p. C1.

Melamed, Leo, with Bob Tamarkin. *Leo Melamed: Escape to the Futures.* New York: Wiley, 1996.

Merrill Lynch, *Pierce, Fenner & Smith v. Curran*, 456 U. S. 353 (1982).

Mittra, Sid. *Inside Wall Street.* Homewood, IL: Dow Jones – Irwin, 1971.

Moran v. Household International, Inc., 500 A. 2d 1346 (Del. 1985).

Morgan, Dan. *Merchants of Grain.* New York: Viking Press, 1979.

Morris, Charles R. *Money, Greed, and Risk: Why Financial Crises and Crashes Happen.* New York: Times Business, 1999.

Myers, Kenneth D. *False Security: Greed and Deception in America's Multibillion – Dollar Insurance Industry.* Amherst, NY: Prometheus Books, 1995.

Nadler, Marcus, et al. *The Money Market and Its Institutions.* New York: Ronald Press, 1955.

National Association of Securities Dealers, Inc. *The NASDAQ Stock Market* 1997 *Fact Book and Company Directory.* Washington: National Association of Securities Dealers, 1997.

National Courier Association v. Board of Governors of the Federal Reserve Sys-

tem, 516 F. 2d 1229 (D. C. Cir. 1975) .

National Credit Union Administration v. First National Bank & Trust Co. , 522 U. S. 479 (1998) .

National Retailers Corp. of Arizona v. Valley National Bank, 411 F. Supp. 308 (D. Ariz. 1976), aff'd, 604 F. 2d 32 (9th Cir. 1979) .

NationsBank v. Variable Annuity Life Insurance Co. , 513 U. S. 251 (1995) .

New York Stock Exchange and the Wharton School. *The Policy Implications of Stock Ownership Patterns.* N. p. , 1993.

O'Barr, William M. , and John M. Conley. *Fortune and Folly: The Wealth and Power of Institutional Investing.* Homewood, IL: Business One Irwin, 1992.

O'Boyle, Thomas F. *At Any Cost: Jack Welch, General Electric, and the Pursuit of Profit.* New York: Alfred A. Knopf, 1998.

O'Brien, Timothy L. "Chase's Global Pit Boss." *New York Times*, January 16, 1998, p. D1.

Oda, Rosemarie, Senior Attorney, Legal Advisory Services Division. Letter from the Office of the Comptroller of the Currency to Margery Waxman, Sidley & Austin, July 23, 1987.

Parmet, Herbert S. *George Bush: The Life of a Lone Star Yankee.* New York: Scribner, 1997.

Partnoy, Frank. *F. I. A. S. C. O. : Blood in the Water on Wall Street.* New York: Norton, 1997.

——. "The Siskel and Ebert of Financial Markets? Two Thumbs Down for the Credit Rating Agencies." *Washington University Law Quarterly* 77 (1999): 619 – 69.

Philadelphia Stock Exchange. *Seeing with the Eye of Imagination. Philadelphia: Philadelphia Stock Exchange*, 1993.

"The Power Brokers, The Plutocrats, The Prognosticators," *Wall Street Journal*, February 1, 2000, p. B1.

Prochnow, Herbert V. , and Herbert V. Prochnow Jr. , eds. *The Changing World of Banking.* New York: Harper & Row, 1974.

Prudential Insurance Co. of America v. Securities and Exchange Commission, 326 F. 2d 383 (3d Cir. 1964), cert. denied, 377 U. S. 953 (1964) .

Raghavan, Anita. "Why Wall Street Firms Trail in On – Line Battle." *Wall Street Journal*, June2, 1998, p. C1.

Raphael, Adam. *Ultimate Risk.* London: Bantam Press, 1994.

Rawnsley, Judith H. *Total Risk: Nick Leeson and the Fall of Barings Bank.* New York: HarperBusiness, 1995.

Regan, Donald T. *The Merrill Lynch Story.* New York: Newcomen Society in North America, 1981.

——. *For the Record: From Wall Street to Washington.* San Diego: Harcourt, Brace, Jovanovich, 1988.

Reich, Cary. *Financier: The Biography of Andre Meyer.* New York: William Morrow, 1983.

——. *The Life of Nelson A. Rockefeller: Worlds to Conquer.* New York: Doubleday, 1996.

Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc. , 506 A. 2d 173 (Del. 1985) .

Rousmaniere, John. *The Life and Times of the Equitable.* New York: Equitable Companies, 1995.

Saks, Howard J. "Merging of Life Insurance and Securities Industries Accelerates." *Estate Planning*, (August/September 1998), p. 25.

Salpukas, Agis. "Do Oil and Bigger Oil Mix?" *New York Times*, December 2, 1998, p. C1.

Sampson, Anthony. *The Money Lenders: Bankers and a World In Turmoil.* New York: Viking Press, 1981.

Satin, David R. "Breaking Down the Wall: The Unofficial End of Glass –

Steagall." *Bank Securities Journal*, (July/August 1997), p. 11.

Schlesinger, Jacob M. "Money - Go - Round: Why the Longest Boom?" *Wall Street Journal*, February 1, 2000, p. A1.

Schulte, Gary. *The Fall of First Executive: The House That Fred Carr Built.* New York: HarperBusiness, 1991.

Scott, Hal S., and Philip A. Wellons. *International Finance: Transactions, Policy, and Regulation.* Westbury, NY: Foundation Press, 1996.

Securities and Exchange Commission. *Statement on the Future of the Securities Market.* Washington: Securities and Exchange Commission, 1972.

——. *Report of the Subcommittee on Telecommunications, Consumer Protection, and Finance to the Committee on Energy and Commerce of the United States House of Representatives: Regulation of the Government Securities Market.* Washington: Securities and Exchange Commission, 1985.

——. *The Use of Repurchase Agreements by Broker - Dealers.* Washington: Securities and Exchange Commission, 1987.

——. *Report to the Congress: The Impact of Recent Technological Advances on the Securities Market.* Washington: Securities and Exchange Commission, 1997.

Securities and Exchange Commission, Division of Investment Management. *Protecting Investors: A Half Century of Investment Company* Regulation (SEC Staff Report). Chicago: Commerce Clearing House, 1992.

Securities and Exchange Commission, Division of Market Regulation. *Trading Analysis of October* 13 *and* 16, 1989. Washington: SEC, 1990.

——. *Market* 2000: *An Examination of Currency Equity Market Developments.* Washington: SEC, 1994.

Securities and Exchange Commission, Division of Trading and Markets. *Market* 2000 *Report.* Washington: SEC, 1994.

Securities and Exchange Commission v. United Benefit Life Insurance Co., 387 U.S. 202 (1967).

Securities Industry Association v. Board of Governors of Federal Reserve System, 450 U. S. 46 (1981).

Securities Industry Association v. Board of Governors of Federal Reserve System, 468 U. S. 137 (1984).

Securities Industry Association v. Board of Governors of Federal Reserve System, 468 U. S. 207 (1984).

Securities Industry Association v. Board of Governors of Federal Reserve System, 807 F. 2d 1052 (D. C. Cir. 1986), cert. denied, 483 U. S. 1005 (1987).

Securities Industry Association v. Board of Governors of Federal Reserve System, 821 F. 2d 810 (D. C. Cir. 1987), cert. denied, 484 U. S. 1005 (1988).

Securities Industry Association v. Board of Governors of Federal Reserve System, 839 F. 2d 47 (2d Cir.), cert. denied, 486 U. S. 1059 (1988).

Seligman, Joel. *The Transformation of Wall Street: A History of the Securities and Exchange Commission and Modern Corporate Finance.* Boston: Northeastern University Press, 1995.

Shultz, George Pratt. *Turmoil and Triumph: My Years as Secretary of State.* New York: Scribners, 1993.

Silver, Vernon. "Wall Street: 'The Heart – Attack Capital of New York.'" *News & Observer* (Raleigh, NC), January 4, 1998, p. E1.

Smith v. Van Gorkom, 488 A. 2d 858 (Del. 1984).

Smith, Roy C. *The Money Wars: The Rise and Fall of the Great Buyout Boom of the* 1980*s*. New York: Dutton, 1990.

Sobel, Robert. *AMEX: A History of the American Stock Exchange*, 1921 – 1971. New York: Weybright & Talley, 1972.

——. *Inside Wall Street: Continuity and Change in the Financial District.* New York: Norton, 1977.

Soble, Ronald L., and Robert E. Dallos. *The Impossible Dream: The Equity Funding Story: The Fraud of the Century.* New York: Putnam, 1975.

Solomon, Robert. *The International Monetary System*, 1945 - 1981. New York: Harper & Row, 1982.

Spiegel, John, Allen Gart, and Steven Gart. *Banking Redefined: How Superregional Powerhouses Are Reshaping Financial Services.* Chicago: Irwin Professional, 1996.

Sprague, Irvine H. *Bailout: An Insider's Account of Bank Failures and Rescues.* New York: Basic Books, 1986.

Stewart, James B. *Den of Thieves.* New York: Simon & Schuster, 1991.

Strange, Susan. *Mad Money: When Markets Outgrow Governments.* Ann Arbor: University of Michigan Press, 1998.

Tamarkin, Bob. *The MERC: The Emergence of a Global Financial Powerhouse.* New York: HarperBusiness, 1993.

Thomas, Dana L. *The Plungers and the Peacocks: An Update of the Classic History of the Stock Market.* New York: William Morrow, 1989.

Thygerson, Kenneth J. *Financial Markets and Institutions: A Managerial Approach.* New York: HarperCollins College Publishers, 1993.

Tippett, Karen L. "Hoarders Can't Bank on Getting This Cash from a Local Branch." *Wall Street Journal*, August 5, 1998, p. F1.

Truell, Peter, and Larry Gurwin. *False Profits: The Inside Story of BCCI, The World's Most Corrupt Financial Empire.* Boston: Houghton Mifflin, 1992.

Tuccille, Jerome. *Kingdom: The Story of the Hunt Family of Texas.* Ottawa, IL: Jameson Books, 1984.

United States v. Chestman, 947 F. 2d 551 (2d Cir. 1991).

United States v. National Association of Securities Dealers, Inc., 422 U. S. 694 (1975).

United States v. O'Hagan, 521 U. S. 642 (1997).

United States National Bank of Oregon v. Independent Insurance Agents of America, 508 U. S. 439 (1993).

Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co. , 493 A. 2d 946 (Del. 1985) .

U. S. Congress. 120 Cong. Rec. H2928, 1974.

——. Office of Technology Assessment. *Electronic Bulls and Bears: U. S. Securities Markets and Information Technology.* Washington: Government Printing Office, 1990.

U. S. House. H. Doc. 1383. 73d Cong. , 2d sess. , 1934.

——. Committee on Banking, Currency and Housing. *Financial Institutions and the Nation's Economy (FINE) : Discussion of Principles.* 94th Cong. , 1st sess. , 1975. Committee Print.

——. Subcommittee on Oversight and Investigations of the Committee on Energy and Commerce. *Failed Promises: Insurance Insolvencies.* 101st Cong. , 2d sess. , 1990, Committee Print.

U. S. President's Commission on Financial Structure and Regulation. *Report of the President's Commission on Financial Structure and Regulation.* Washington: Government Printing Office, 1972.

U. S. Presidential Task Force on Market Mechanisms. *Report of the Presidential Task Force on Market Mechanisms.* Chicago: Commerce Clearing House, 1988.

U. S. Task Group on Regulation of Financial Services. *Blueprint for Reform: The Report of the Task Group on Regulation of Financial Services.* Chicago: Commerce Clearing House, 1984.

U. S. Treasury Department. *Modernizing the Financial System: Recommendations for Safer, More Competitive Banks.* Chicago: Commerce Clearing House, 1991.

——. *Memorandum for Members of the Secretary's Advisory Commission on Financial Services from Joan Affleck – Smith, Director, Office of Financial Institutions Policy.* Washington: Government Printing Office, 1995.

Vacco, Dennis C. *Report on Micro – Cap Stock Fraud, Bureau of Investor Protection and Securities.* Albany: New York State Department of Law, 1997.

"Value Line Just $ 55." *Wall Street Journal*, December 19, 1997, p. C21.

Vise, David A., and Steve Coll. *Eagle on the Street.* New York: Scribner, 1991.

Volkman, Ernest, and John Cummings. *The Heist: How a Gang Stole $ 8,000,000 at Kennedy Airport and Lived to Regret It.* New York: Franklin Watts, 1986.

Walton, Gary M., and Hugh Rockoff. *History of the American Economy.* Fort Worth, TX: Dryden Press, 1994.

Weatherford, Jack. *The History of Money: From Sandstone to Cyberspace.* New York: Crown, 1997.

Weinstein, Michael M. "When Lending Money Just Isn't Enough." *New York Times*, September 30, 1998, p. C1.

Weiser, Benjamin. "Radio Show Host Is Charged With Stock Market Promotion Scheme." *New York Times*, April 16, 1998, p. B3.

"What's News." *Wall Street Journal*, May 1, 1969, p. A1.

"What's News." *Wall Street Journal*, September 25, 1998, p. A1.

Wigmore, Barrie A. *Securities Markets in the* 1980*s. Vol.* 1, *The New Regime*, 1979 – 1984. New York: Oxford University Press, 1997.

"William Martin" (Obituary). *The Economist*, August 8, 1998, p. 73.

Wilson, John Donald. *The Chase: The Chase Manhattan Bank, N. A.*, 1945 – 1985. Boston: Harvard Business School Press, 1986.

Wiscope v. Commodity Futures Trading Commission, 604 F. 2d 764 (2d Cir. 1979).

"A Wobble Down Wall Street." *The Economist*, August 8, 1998.

Wolfe, Tom. *The Bonfire of the Vanities.* New York: Farrar, Straus, Giroux, 1987.

Wolfson, Martin H. *Financial Crises.* Armonk, NY: M. E. Sharpe, 1994.

Yockey, Ross. *McColl: The Man With America's Money.* Atlanta: Longstreet, 1999.

Zagaris, Bruce, and Scott B. MacDonald. "Money Laundering, Financial Fraud, and Technology: The Perils of an Instantaneous Economy." *George Washington Journal of International Law and Economics* 26 (1992): 67.

Zweig, Phillip L. *Belly Up: The Collapse of the Penn Square Bank.* New York: Crown, 1985.

——. *Wriston: Walter Wriston, Citibank, and the Rise and Fall of American Financial Supremacy.* New York: Crown, 1995.

关于作者

杰瑞·马克汉姆是北卡罗来纳大学教堂山分校的法学教授，他教授公司法和国际法。马克汉姆教授此前是罗杰斯和威尔斯国际律师事务所（现名为高伟绅律师事务所）的合伙人，他还是美国商品期货交易委员会法律执行部的首席顾问、芝加哥期权交易所的秘书和顾问，以及证券交易委员会的律师。他曾在乔治城法学院担任法律兼职教授，执教达十年之久，他同样毕业于这所学校以及肯塔基大学。他作为作者或者共同作者出版了多本关于证券、银行以及大宗商品的法律和历史的专著，也在这一领域发表了众多的文章，还为银行以及券商和期货公司制作了计算机化的培训课程。